

Следует признать, что организации могут обходиться и без стратегии и стратегического управления. Последнее является скорее витамином, чем обязательным компонентом. Однако в современных условиях стратегическое управление можно сравнить с сильно действующим витамином, который следует употреблять очень осторожно, чтобы дать организации больше сил для нормального функционирования и развития, а не навредить ей. Поскольку ритм современной жизни сильно отличается от того, что было 30, 20 и даже 10 лет тому назад, постольку и применение витамина "стратегическое управление" должно отличаться от того, что было раньше. *Современные стратегии организаций должны базироваться не на познании внешних возможностей и опасностей, развитии сильных сторон как основы конкурентных преимуществ, а на познании и развитии внутреннего потенциала организации и стремлении так изменить внешнее окружение, чтобы внутренний потенциал получил максимальное выражение и востребование.* Те организации, которые пойдут иным путем (реализации пассивных стратегий или эволюционного развития), рискуют вскоре оказаться в организационном вакууме. Иными словами, во внешнем окружении не будет соответствующей им ниши.

Таким образом, изучение зарубежного и отечественного опыта свободного организационного развития показывает, что:

- в современном *хаотично* меняющемся организационном окружении парадигма стратегического управления *не является панацеей* и не гарантирует успешного организационного развития, хотя и привносит в управление организацией определенную целесообразность;
- в организациях без четко сформулированной стратегии функционирования развитие имеет *эволюционный* характер, тогда как в организациях, управляемых в соответствии со стратегическим планом, такое развитие происходит революционно;
- успех сопутствует тем организациям, чьи стратегии нацелены на активное использование их *внутреннего потенциала для изменения внешнего окружения*, а не простого приспособления к нему;
- ни разработка и осуществление эффективной стратегии, ни успешные организационные изменения невозможны, если у организации нет *функционирующего механизма обучения и управления организационными знаниями.*

Литература

Велесько Е. И., Быков А. А., Дряжек З. Стратегическое управление: Практика принятия системных решений: Учеб. пособие. Мн., 1997.

Макроэкономическая ситуация в Республике Беларусь и перспективы экономического сотрудничества с Российской Федерацией и Украиной / П. Никитенко, В. Медведев, А. Лученок и др. Мн., 2000.

Е.Н. БАРДЮКОВА

ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

В мировой практике инвестиционных расчетов основные показатели оценки эффективности инвестиционных проектов следующие: чистый дисконтированный доход (ЧДД), внутренняя норма доходности (ВНД), индекс рентабельности

Елена Николаевна БАРДЮКОВА, аспирантка кафедры "Финансы, кредит, бухгалтерский учет производственной деятельности" УО "Белорусский торгово-экономический университет потребительской кооперации".

(ИР), срок окупаемости (СО), предусматривается расчет простого и динамического показателя. Кроме того, рекомендуется рассчитывать ряд финансовых коэффициентов (ликвидности, деловой активности, структуры капитала). Использование нескольких показателей при оценке эффективности проекта обоснованно, так как ни один из них самостоятельно не может быть достаточным для принятия инвестиционного решения.

С теоретической точки зрения наиболее обоснованы показатели ЧДД и ВНД. Однако приоритетность какого-либо из них — вопрос спорный. Отечественные специалисты в большинстве случаев отдают предпочтение показателю ЧДД при отборе инвестиционных проектов. В странах же с развитой рыночной экономикой большей популярностью среди специалистов в области инвестиционного анализа пользуется ВНД. Предпочтение ЧДД обусловлено несколькими причинами. Во-первых, критерий ЧДД позволяет определить степень достижения цели инвестиций — увеличение стоимости капитала предприятия. Во-вторых, только этот показатель обладает свойством аддитивности. Кроме этого, в условиях отечественной экономики особенно важное обстоятельство — финансовая реализуемость проекта, т.е. обеспечение такой структуры денежных потоков, при которой имеется достаточное количество денежных средств для осуществления проекта (денежные притоки покрывают денежные оттоки). Соблюдение этого условия — главное при дефиците финансовых ресурсов и высокой их стоимости. Так как ЧДД представляет собой сумму нарастающим итогом дисконтированных денежных потоков наличности проекта на каждом расчетном периоде, этот показатель позволяет оценить не только конечный прирост стоимости капитала предприятия, но и проследить за динамикой накопленного дисконтированного сальдо денежной наличности. Даже если конечное абсолютное значение ЧДД проекта положительное (проект эффективен), но в течение одного или нескольких периодов накопленное сальдо остается отрицательным, от реализации такого проекта лучше воздержаться.

В условиях развитой рыночной экономики, когда сформирован и гибко функционирует рынок капитала, возникший дефицит денежных средств можно покрыть относительно безболезненно для конечного результата от реализации инвестиционного проекта. С учетом этого западные специалисты предпочитают показатель ВНД, стремясь оценить относительную величину умножения капитала предприятия. Это обстоятельство, а также то, что при расчете ВНД нет необходимости устанавливать норму дисконта заранее, заставляет сторонников данного показателя утверждать, что он является приоритетным по отношению к ЧДД. Однако после расчета ВНД возникает другая проблема — расчет требуемой инвестором нормы дохода на капитал, которая должна быть как минимум равна стоимости привлекаемых источников для финансирования проекта, а это и есть норма дисконта (средневзвешенная стоимость капитала), используемая при нахождении ЧДД. Следовательно, указанное преимущество ВНД перед ЧДД оспоримо.

В основе определения показателей оценки эффективности инвестиций лежит вычисление чистого потока наличности (Π_t). Следовательно, составляющие денежного потока наличности, учитываемые при его установлении, непосредственно влияют на показатели эффективности инвестиционных проектов. Эффективность инвестиционного проекта находится для каждого участвующего в нем субъекта (предприятия-проектостроителя, акционеров, банков, бюджета и пр.) поступлениями и затратами денежных средств. Различают следующие виды эффективности: проект в целом, участие в проекте.

Первый вид в целом включает в себя общественную (социальную) эффективность и коммерческую.

Коммерческая эффективность может рассчитываться как для проекта в целом, так и для отдельных участников с учетом их вклада. Эффективность проекта в целом устанавливается в целях определения потенциальной привлекательности проекта для возможных участников и поисков источников финансирования. Эффективность участия в проекте определяется для реализации инвестиционного проекта и заинтересованности в нем конкретного участника (предприятия, акционера, банка и т.д.).

В рекомендациях по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов Республики Беларусь чистый поток наличности вычисляется как разность между притоком и оттоком наличности по операционной (производственной) и инвестиционной деятельности, а также за вычетом издержек по финансированию проекта:

$$П_t = ОП_t - ОЗ_t - ИЗ_t + ИП_t - n_t, \quad (1)$$

где $ОП_t$ — притоки, $ОЗ_t$ — оттоки по операционной деятельности; $ИЗ_t$ — оттоки, $ИП_t$ — притоки по инвестиционной деятельности; $П_t$ — чистый поток наличности; n_t — погашение процентов по долгосрочному кредиту; t — расчетный шаг.

Причем в качестве $ИП_t$ рекомендуется включать в чистый поток наличности лишь ликвидационную стоимость реализованных основных средств (по усмотрению разработчиков бизнес-плана) в завершающей стадии реализации проекта.

Если в чистый поток наличности включается погашение процентов по кредиту, то предполагается, что источники и схема финансирования относительно рассматриваемого проекта уже известны. Таким образом, очевидно, что формула (1) рассматривает эффективность участия в проекте одного из субъектов, участвующих в нем, а именно — эффективность проекта для предприятия-проектостроителя. Возникает вопрос о том, почему в расчете чистого потока наличности по формуле (1) не учитывается поступление кредита и возврат основного долга по нему в финансовом денежном потоке, в то время как реализация любого инвестиционного проекта в большинстве случаев не обходится без участия заемных средств, схема получения и погашения которых в значительной степени влияет на чистый поток наличности по шагам расчета бизнес-плана и на показатели эффективности проекта. С учетом изложенного чистый поток наличности для определения эффективности инвестирования собственных средств предприятия-проектостроителя целесообразно рассчитывать по формуле

$$П_t = ОП_t - ОЗ_t + ИП_t - ИЗ_t + ПК_t - ВК_t, \quad (2)$$

где $ПК_t$ — поступление кредитов; $ВК_t$ — общая сумма выплат по кредитам (с учетом процентов).

Если рассматривать коммерческую эффективность проекта в целом, в некоторых случаях рекомендуется при ее оценке не учитывать погашение процентов по долгосрочному кредиту в расчете чистого потока наличности. Таким образом, $П_t$ будет иметь вид:

$$П_t = ОП_t - ОЗ_t - ИЗ_t + ИП_t. \quad (3)$$

Этот расчет соответствует оценке коммерческой эффективности проекта в целом. Действительно, как уже отмечалось, последняя устанавливается для поиска потенциальных источников финансирования, т.е. их структура не определена (в частности, неизвестно будут ли использоваться кредиты банка). По этой причине не могут быть найдены и составляющие денежного потока по проекту от финансовой деятельности, что приводит к расчету чистого потока наличности по формуле (3), где учитываются только денежные потоки от операционной и инвестиционной деятельности по проекту.

Продолжая рассматривать оценку эффективности участия в проекте, необходимо оценить ее и с точки зрения других участников проекта, кроме предприятия-проектостроителя. Для разных участников проекта его эффективность может быть различной, и определяется она соотношением (с учетом разновременности) капитала участника, вложенного в проект, и капитала, полученного им за счет реализации проекта и остающегося в его распоряжении. При этом все потоки, поступающие к этому участнику, являются притоками, а все потоки, поступающие от него, — оттоками, что естественно отразится в расчете чистого потока наличности (см. таблицу).

Таблица. Чистый поток наличности для оценки эффективности инвестиционного проекта

Эффективность проекта	Состав денежного потока наличности	Пользователь
1. Коммерческая эффективность проекта в целом	(+) приток денежных средств от операционной деятельности (-) отток денежных средств от операционной деятельности (+) приток денежных средств от инвестиционной деятельности (-) отток денежных средств от инвестиционной деятельности	Потенциальные инвесторы, субъекты хозяйствования при отборе наилучшего проекта для реализации (структура финансирования неизвестна)
2. Эффективность участия в проекте предприятия-проектоустроителя (эффективность инвестирования собственных средств)	а) (+) приток денежных средств от операционной деятельности (-) отток денежных средств от операционной деятельности (+) приток денежных средств от инвестиционной деятельности (-) отток денежных средств от инвестиционной деятельности (+) привлечение кредита (-) возврат кредита (-) выплата процентов по кредиту	Предприятие-проектоустроитель при использовании заемных средств в целях реализации проекта
	б) (+) приток денежных средств от операционной деятельности (-) отток денежных средств от операционной деятельности (+) приток денежных средств от инвестиционной деятельности (-) отток денежных средств от инвестиционной деятельности (+) стоимость приобретенных акций предприятия (-) выплачиваемые по акциям дивиденды (с учетом налога на доходы)	
3. Эффективность проекта для акционеров (эффективность участия акционерного капитала)	(+) выплачиваемые по акциям дивиденды (после выплаты налога на доходы) (+) остаточная стоимость имущества (в конце расчетного периода) (-) расходы на приобретение акций (+) поступление от продажи акций	Потенциальные акционеры
4. Эффективность проекта для ссудодателей	(-) предоставление кредита (+) возврат кредита по основному долгу (+) проценты по кредиту	Потенциальные кредиторы
5. Эффективность для государства	(+) налоги и налоговые платежи, поступающие в связи с реализацией проекта (+) платежи в погашение кредитов, выданных из соответствующего бюджета в целях финансирования проекта (+) дивиденды по ценным бумагам, принадлежащим государству, выпущенным в связи с реализацией проекта (-) стоимость ценных бумаг, приобретенных бюджетом и принадлежащих акционерному обществу, создаваемому для осуществления инвестиционного проекта (-) предоставление кредита (-) бюджетные субсидии, дотации	Государственные бюджеты различных уровней

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 “закрывать” 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.