

УДК 330.322.54

МЕТОДОЛОГИЯ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ В БЕЛАРУСИ И ЕЁ СООТВЕТСТВИЕ МЕЖДУНАРОДНЫМ СТАНДАРТАМ

Максим Иванович ЛИСОВСКИЙ

к.э.н., доцент кафедры финансов, Полесский государственный университет, г. Пинск, Беларусь
E-mail: lmipoles@gmail.com

Анна Сергеевна ГОЛИКОВА

ассистент кафедры финансов, Полесский государственный университет, г. Пинск, Беларусь
E-mail: anna.golikova@mail.ru

Светлана Васильевна ЧЕРНОРУК

старший преподаватель кафедры финансов, Полесский государственный университет, г. Пинск, Беларусь
E-mail: cher_sv@list.ru

Анотація. В статті розглянута методологія оцінки ефективності інвестиційного проекту, застосовувана в Білорусі та відповідно до розроблених вимог UNIDO, запропоновані основні напрямки по синхронізації методики оцінки з урахуванням особливостей національної економіки.

Аннотация. В статье рассмотрена методология оценки эффективности инвестиционного проекта, применяемая в Беларуси и в соответствии с разработанными требованиями UNIDO, предложены основные направления по синхронизации методики оценки с учетом особенностей национальной экономики.

Ключові слова: *інвестиційний проект, ефективність інвестиційного проекту, комерційна ефективність, економічна ефективність, фінансовий аналіз.*

Ключевые слова: *инвестиционный проект, эффективность инвестиционного проекта, коммерческая эффективность, экономическая эффективность, финансовый анализ.*

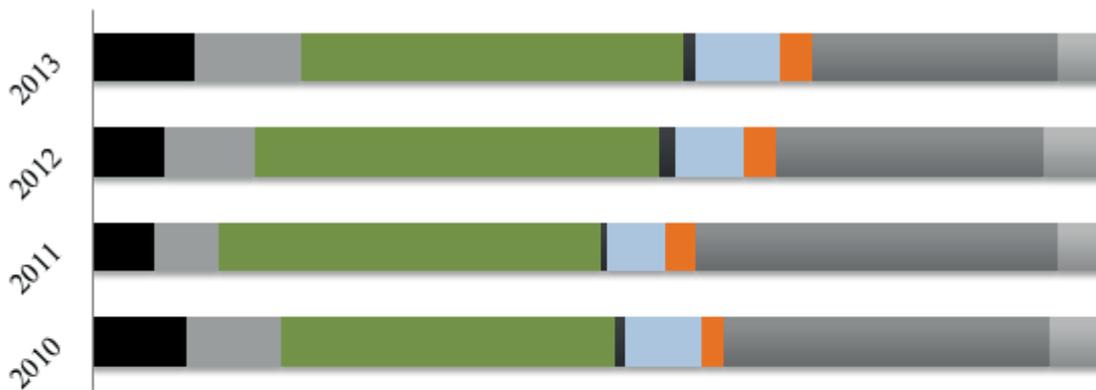
Одним из основополагающих факторов успешного развития предприятия в современных условиях экономического развития является способность его специалистов создавать и поддерживать индивидуальные конкурентные преимущества перед другими участниками рынка. Важной составляющей устойчивого финансового и производственного положения предприятия, осуществляющего свою деятельность в конкурентном окружении, становится инвестиционная деятельность. Экономический рост и инвестиционная активность являются взаимообусловленными процессами, поэтому предприятию крайне важно уделять постоянное внимание вопросам управления инвестициями. В Беларуси данному вопросу уделяется особое внимание как со стороны руководства страны, так и менеджмента организации.

Кроме этого, в Программе социально-экономического развития Республики Беларусь на 2011-2015 гг. в разделе «Инвестиционная деятельность» отмечена важность вложения денежных средств в развитие экономики страны. Немалую роль отводят привлечению денежных средств в виде прямых иностранных инвестиций. В частности, в 2015 году в соответствии с данной Программой прогнозируется рост удельного веса инвестиций в основной капитал до 37,5 % от ВВП и удельного веса иностранных источников в инвестициях в основной капитал – не менее 21 % [1]. В то же время положение вещей по состоянию на начало 2014 года оставляет желать лучшего (рис. 1). Так, удельный вес иностранных инвестиций в общей сумме инвестиций в основной капитал увеличился на 1,1 п. п. [2] и составил 3,2 %. Фактическое значение за 2013 год в 6,5 раз

меньше планового значения 2015 года, что свидетельствует о недостаточности привлечения денежных средств в основной капитал в виде иностранных инвестиций.

Факторов, которые привели к данной ситуации, много. Однако мы хотели бы остановиться на практике оценки эффективности инвестиционных проектов, принятых как на международном уровне, так и в других странах. К сожалению, принятая в Беларуси методика оценки эффективности инвестиционных проектов не совпадает с международной, что и приводит, во-первых, к тому, что иностранный инвестор сталкивается

с проблемой составления бизнес-плана инвестиционного проекта в соответствии с требованиями белорусского законодательства, во-вторых, с некоторыми отличиями в применяемых показателях оценки эффективности и их интерпретации. Учитывая также тот факт, что основными инвесторами в Беларуси является Российская Федерация, однако даже с данной страной не синхронизирована методология оценки эффективности проектов и принятия инвестиционных решений. Это и обусловило актуальность выбранной темы.



	2010	2011	2012	2013
■ республиканский бюджет	9,3	6,0	7,0	10,0
■ местные бюджеты	9,4	6,4	9,0	10,7
■ собственные средства организации	32,9	37,8	40,0	37,8
■ заемные средства других организаций	1,0	0,6	1,5	1,2
■ средства населения	7,6	5,9	6,8	8,3
■ иностранные инвестиции	2,1	3,0	3,2	3,2
■ кредиты банков	32,3	35,8	26,5	24,2
■ прочие источники	5,4	4,5	5,9	4,6

Рис. 1. Структура инвестиций в основной капитал за 2010-2013 гг, %

Теоретико-методологическим аспектам методики оценки эффективности инвестиционных проектов, а также их практического применения посвящены труды как зарубежных, так и отечественных ученых: Дж. Вильямса, В. Беренса, П. М. Хавранека, В. В. Коссова, В. Н. Лившица, А. Г. Шахназарова, П. Л. Виленского, В. В. Ширшовой, Д. Г. Королева, Д. Г. Матвеева, Д. Рябых, В. Устиновича, А. А. Бевзельюка, Е. А. Какаевой, И. В. Кольцовой, Е. А. Соколовской. Однако необходимость синхронизации международной и

национальной оценкой эффективности проектов не рассмотрена ни одним белорусским автором. Белорусские ученые акцентировали свое внимание на расчете того или иного показателя, а также о включении определенных показателей в денежный поток инвестиционного проекта.

Применительно к вопросу регламентации процесса оценки эффективности за рубежом следует заметить, что в международной практике не существует жестких правил выполнения оценки эффективности инвестиций. Большинство мето-

дик финансово-экономического обоснования и оценки эффективности инвестиционных проектов, принятых в экономически развитых странах, мало отличаются друг от друга. Все они предполагают похожие формы представления входной/выходной информации, используют унифицированную систему показателей и методов их расчётов, ориентированы на современные компьютерные технологии. Признанный приоритет имеют методические рекомендации, методы и инструментальные средства финансово-экономического анализа инвестиционных проектов, разработанные в международных организациях (UNIDO, Всемирный банк, Европейский банк реконструкции и развития и др.).

Одной из авторитетных международных организаций, которая занимается проектным анализом, является Организация Объединенных Наций по промышленному развитию – UNIDO (United Nations Industrial Development Organization). «Руководство по оценке эффективности инвестиций» (далее – Руководство) впервые было опубликовано ЮНИДО в 1956 году. Цель его состояла в том, чтобы дать развивающимся странам инструмент для повышения качества инвестиционных предложений и способствовать стандартизации промышленных технико-экономических исследований, которые часто оказывались не только неполными, но и плохо подготовленными. С тех пор усилия ЮНИДО, направленные на достижение указанных целей, находили положительный отклик во многих странах, как развивающихся, так и развитых. Данное Руководство стало по сути международным стандартом по оценке эффективности инвестиций во многих странах. Предложенный ЮНИДО подход к подготовке технико-экономических обоснований был принят государственными министерствами, банками, организациями по содействию инвестициям, университетами и другими высшими учебными заведениями, а также консультационными фирмами и инвесторами.

Методика UNIDO является общепризнанной, но не единственной. Программа Европейского союза TACIS, Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) предъявляют свои требования к структуре и содержанию инвестиционных предложений, которые облегают в форму бизнес-плана. При разработке технико-экономического обоснования, предназначенного для рассмотрения конкретным инвестором, необходимо ориентироваться на его требования. Вместе с тем,

Руководство UNIDO остается наиболее полным и основательным трудов по инвестиционному проектированию.

Методика оценки эффективности инвестиционного проекта прописана в Правилах по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов, утвержденных постановлением Министерства экономики Республики Беларусь от 31.08.2005 № 158 (далее – Правила). В Правилах оценке эффективности инвестиционного проекта посвящена глава 12 «Требования к содержанию раздела бизнес-плана «Показатели эффективности проекта». На основании рассчитанных данных предприятием делается вывод о целесообразности вложения денежных средств в тот или иной проект.

Проведем сравнительный анализ выделяемых видов эффективности инвестиционных проектов, рассматриваемых различными методическими рекомендациями, а также используемые в процессе оценки инвестиционных проектов показатели эффективности.

В соответствии с Правилами система рассчитываемых показателей может быть классифицирована следующим образом:

1) Показатели эффективности проекта (к ним можно отнести чистый дисконтированный доход, простой срок окупаемости, динамический срок окупаемости, динамический срок окупаемости государственной поддержки, валютная окупаемость проекта, внутренняя норма доходности, индекс рентабельности, добавленная стоимость по проекту и добавленная стоимость на одного работающего по проекту);

2) Финансово-экономические показатели по организации при реализации проекта (в данную группу можно включить рентабельность активов, рентабельность продукции, рентабельность продаж, добавленная стоимость, добавленная стоимость на одного работающего, соотношение расходов на оплату труда и добавленную стоимость, соотношение чистой прибыли и добавленной стоимости, уровень безубыточности, коэффициент покрытия задолженности);

3) Показатели платежеспособности (к данным показателям можно отнести коэффициент текущей ликвидности, коэффициент обеспеченности собственных оборотных средств, коэффициент финансовых обязательств активами, коэффициент капитализации и коэффициент финансовой независимости) [3].

Следует отметить, что такие показатели, как сроки оборачиваемости, удельный вес финансо-

вых обязательств в выручке от реализации продукции и выручка от реализации продукции на одного работающего не относятся ни к одной из вышеприведенных групп и не включены в таблицы для анализа эффективности инвестиционного проекта, однако необходимость их расчета отмечена в главе «Показатели эффективности проекта». К тому же ко многим показателям не представлено их экономическое значение, что может отрицательно сказаться на анализе инвестиционного проекта для разработчиков, которые занимаются инвестиционным проектированием впервые.

В данной главе Правил также прописана необходимость анализа основных видов рисков, которые могут возникнуть в ходе реализации инвестиционного проекта: организационные, производственные, технологические, финансовые, экономические, экологические и иные риски. С целью выявления и снижения риска проводится анализ устойчивости (чувствительности) проекта в отношении его параметров и внешних факторов. При этом проводится многофакторный анализ чувствительности проекта к изменениям

входных показателей (цены, объема производства, элементов затрат, капитальных вложений, условий финансирования и иных факторов) [3].

В Руководстве, разработанном под эгидой UNIDO, рассматриваются два вида эффективности инвестиционного проекта: коммерческая и общественная. На рисунке 2 представлена структура анализа коммерческой эффективности в соответствии требованиями Руководства.

В соответствии с Руководством «анализ коммерческой эффективности – это первый шаг в экономической оценке проекта. Он связан с оценкой возможности реализации нового проекта с точки зрения его финансовых результатов. Прямые доходы и затраты проекта, таким образом, рассчитываются в денежном (стоимостном) выражении по преобладающим (ожидаемым) рыночным ценам» [4, с. 37]. Данный вид анализа используется для оценки надежности и приемлемости как одного проекта, так и ряда проектов с целью их ранжирования исходя из доходности. Анализ коммерческой эффективности состоит из анализа рентабельности инвестиций и финансового анализа.



Рис. 2. Структура анализа коммерческой эффективности в соответствии с Руководством UNIDO

Расчет показателей финансового анализа проводится на каждый год. Он включает в себя анализ ликвидности и структуры капитала. Первый направлен на обеспечение потока наличных денежных средств на протяжении всего периода реализации проекта. Анализ структуры капитала проводится с целью того, чтобы убедиться, что каждый тип инвестиций (основного и оборотного капитала) покрывается подходящим типом инвестирования.

Как отмечается в Руководстве, коммерческая

эффективность не дает никакой информации о вкладе проекта в экономику страны. Основной акцент делается только на то, приносит ли проект прибыль предприятию, а не на его реальном вкладе в благосостояние общества. Для оценки вклада проекта в национальную экономику Руководство предлагает анализ общественной эффективности проекта, отмечая, что коммерческая эффективность принимает во внимание только прямые монетарные эффекты, в то время как общественная эффективность вприда-

чу к этому принимает во внимание косвенные эффекты как измеримые, так и неизмеримые количественно. Анализ коммерческой эффективности базируется на рыночных ценах, а общественной – на скорректированных, которые считаются приближенными социальными ценами. В Руководстве указывается на то, что только коммерческой эффективности не достаточно для принятия инвестиционных решений, поскольку инвестиционные решения, принятые со стороны общества должны быть подтверждены анализом общественной эффективности проекта [4, с. 52].

В соответствии с Руководством анализ национальной эффективности инвестиционного проекта можно подразделить на несколько этапов:

1) Корректировка цен из рыночных в скорректированные.

2) Расчет добавленной стоимости. Данный показатель представляет собой в самом общем виде разность стоимости выпущенной продукции и стоимости затрат, приобретенных у других экономических единиц. В Руководстве отмечается, что инвестиционные проекты оцениваются с точки зрения чистой национальной добавленной стоимости, так как она является наиболее важным для анализа вклада проекта в национальную экономику [4, с. 60].

3) Анализ абсолютной и относительной эффективности проектов. В Руководстве предлагаются для применения критерия чистой добавленной стоимости два этапа: анализ абсолютной эффективности для целей отбора проектов и анализ относительной эффективности для целей ранжирования проектов. Если в результате добавленная стоимость является положительной, то это является хорошим знаком для дальнейшего продвижения проекта. С другой стороны, если добавленная стоимость отрицательна, то это предупреждение о том, что необходимо все тщательно продумать, прежде чем продолжать разработку проекта, а также особое внимание должно быть уделено тем аспектам экономики, в рамках которых проект реализовывается. Анализ относительной эффективности проекта применяется, если несколько конкурирующих проектов при анализе абсолютной эффективности показали положительный результат. В Руководстве предлагается несколько видов ранжирования инвестиционных проектов в зависимости от различных аспектов, влияющих на инвестиционные проекты: ранжирование проектов при недостатке капитала, иностранной валюты, в условиях нехватки квалифицированной рабочей силы.

4) Национальные параметры, такие как социальная ставка дисконтирования (SDR) и скорректированный курс иностранной валюты, которые должны быть рассчитаны компетентным национальным агентством, таким как национальное плановое агентство, министерство экономики, центральный банк или национальный статистический комитет [4, с. 111].

5) Дополнительные показатели оценки проектов отражают выполнение целей развития. Как отмечается в Руководстве, такое разделение на основные и дополнительные показатели не является обязательным. При определенных условиях в соответствии с национальными целями, некоторые из так называемых дополнительных показателей могут стать настолько же важными, насколько и основные. Таким образом, четыре дополнительных показателя предлагается включить в анализ в зависимости от важности и применения каждого отдельного случая реализации проекта. Их относительная важность может варьироваться в зависимости от страны и времени. К ним относят:

- 1) Влияние на занятость населения;
- 2) Эффект распределения;
- 3) Чистый валютный эффект;
- 4) Международная конкурентоспособность.

Все четыре показателя не обязательно должны быть рассчитаны при оценке каждого проекта. Эксперт по своему усмотрению отбирает дополнительные показатели с учетом социально-экономических условий, в которых оценивается инвестиционный проект [4, с. 85-86].

Нами был оценена эффективность инвестиционного проекта предприятия в соответствии с Правилами и Руководством UNIDO. Сравним сопоставимые данные по инвестиционному проекту, но рассчитанные в соответствии с разными методическими рекомендациями, можно заметить, что большинство показателей зачастую не совпадают ни в абсолютном, ни относительном значении даже при применении к дисконтируемым показателям одинаковой ставки дисконтирования. Это, прежде всего, можно объяснить тем, что при расчете денежных потоков по инвестиционному проекту в соответствии с различными рекомендациями формируются различные денежные притоки и оттоки. Так, при расчете чистого дисконтированного дохода в соответствии с Правилами по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов, в отток наличности включаются плата за кредиты (займы), связанная с осуществлением капитальных

затрат, в то время как в Руководстве, предложенном UNIDO, данный отток денежных средств не включен в расчет данного показателя эффективности. В то же время в приток наличности в соответствии с методическими рекомендациями UNIDO включается остаточная стоимость оборудования, приобретенного в ходе реализации инвестиционного проекта, что также оказывает значительное влияние на изменение чистого потока денежных средств. Также в Руководстве по оценке эффективности инвестиций капитальные затраты учитываются с налогом на добавленную стоимость, что оказывает влияние на отток денежных средств равнозначно учету платы за кредиты и займы.

При расчете добавленной стоимости, создаваемой при реализации инвестиционного проекта, в белорусских Правилах цены не корректируются, а внешние эффекты, возникающие при реализации инвестиционного проекта, не учитываются. Таким образом, в соответствии с Правилами по оценке эффективности инвестиционного проекта инвестиционный проект является эффективным, в то время как в соответствии с расчетами, сделанными в соответствии с Руководством UNIDO, проект не является финансово устойчивым, что говорит, что привлеченных денежных средств будет недостаточно.

Таблица 1

Сравнительная таблица показателей эффективности инвестиционного проекта, рассчитанных в соответствии с различными методическими рекомендациями по оценке эффективности инвестиционных проектов

Показатели	Значение показателей, рассчитанных в соответствии с	
	Правилами (РБ)	Руководством UNIDO
Чистый доход по проекту, млн рублей	226 905,0	201 846,0
Чистый дисконтированный доход, млн рублей	20 011,0	11 406,6
Простой срок окупаемости, лет	6,5	6
Внутренняя норма доходности, %	29,4	24,97
Финансовая устойчивость проекта	-	не является финансово устойчивым
Добавленная стоимость, млн рублей	430 210,0	284 381,0
Дисконтированная добавленная стоимость, млн рублей	-	25 035,9
Коэффициент капитализации	1,17*	2,57
Уровень безубыточности, %	53,76*	-

Примечания

1 * – данный показатель рассчитан как среднеарифметическая от годовых показателей.

Таким образом, можно заметить, что основное расхождение состоит в том, что расчет денежных потоков значительно различается в рекомендациях UNIDO от белорусских Правил, а также расчет и показатели эффективности, в особенности, общественной эффективности инвестиционных проектов, приводят к полному несовпадению применяемых показателей.

Следовательно, нами предлагается ввести следующие корректировки в Правила по оценке эффективности инвестиционных проектов.

Разработка и создание отдельного нормативного акта, – Методические рекомендации по оценке и анализу эффективности инвестиционных проектов – утвержденного на уровне Мини-

стерства экономики и Министерства финансов, регламентирующего процесс оценки эффективности инвестиционных проектов в Республике Беларусь. Данный нормативный акт будет включать в себя всю методику проведения данного процесса: как определение основных терминов и понятий, касающихся данного вопроса, принципы эффективности инвестиционного проекта, основные положения по включению тех либо иных денежных потоков при расчете различных показателей эффективности, так и необходимые показатели эффективности, анализируемые чистые денежные потоки и риски, с которыми может столкнуться предприятие при реализации инвестиционного проекта.

Также необходимо определение денежных потоков инвестиционного проекта осуществлять в соответствии с международными документами. В частности, при определении коммерческой эффективности инвестиционного проекта исключить потоки денежных средств по предоставляемым предприятию кредитам. Нами предлагается проводить анализ финансовой реализуемости инвестиционного проекта, на основании которого можно сделать вывод о достаточности денежных средств на каждый год реализации проекта. Оценка жизнеспособности проекта будет производиться на основании разности денежного притока и оттока, результатом чего является чистый денежный поток. Так, в приток денежных средств нами были включены доходы от продажи продукции, создаваемой в процессе реализации инвестиционного проекта, а также финансирование инвестиционных затрат как за счет собственного капитала, так и за счет заемного. В отток денежных средств входят такие денежные потоки, как вложения в инвестиции, текущие затраты на производство инвестиционной продукции, налоги, уплачиваемые из прибыли, а также платежи по финансовым обязательствам предприятия (погашение кредитов и процентов по ним). Необходимо также отметить, что при оценке финансовой реализуемости инвестиционного проекта нами уже включена плата за кредиты, что мы исключим при оценке чистого дисконтированного дохода. Отрицательный чистый денежный поток будет свидетельствовать о том, что полученных средств будет недостаточно для финансирования инвестиционного проекта, и предприятию необходимо будет прибегать к дополнительным источникам, таким, как краткосрочные кредиты и займы и т. п. Положительный чистый денежный поток будет указывать на то, что в ходе реализации проекта денежные притоки смогут покрыть оттоки денежных средств.

Во многих зарубежных методических рекомендациях оценивается такой вид эффективности инвестиционных проектов, как общественная эффективность. Некоторыми белорусскими экономистами также обосновывается необходимость ее введения в общую методологию анализа проектов [5, с. 50-51]. Данный подход понятен, поскольку если коммерческая оценка эффективности направлена на то, чтобы выявить, будет ли реализация проекта целесообразной, принесет ли она дополнительную прибыль, то общественная оценка эффективности состоит в выявлении степени влияния инвестиционного проекта на

национальную экономику страны и на общество в целом.

Однако необходимо отметить тот факт, что оценка общественной эффективности инвестиционных проектов является достаточно сложным и трудоемким процессом, требующим значительных усилий как со стороны государственных органов, так и со стороны разработчиков проекта. В частности, анализ общественной эффективности инвестиционных проектов включает в себя этап конверсии цен из рыночных в так называемые «общественные», или учетные. Для получения достоверных данных необходимо изменение методологии построения расчетных таблиц (поскольку в зависимости от того, к какой группе товаров относится как производимая продукция, так и оборудование, сырье, материалы и т.д., применяется различный коэффициент конверсии), расчет специализированным государственным органом применяемых коэффициентов корректировки, социальной ставки дисконтирования, необходимой для расчета чистой дисконтированной внутренней (или национальной) добавленной стоимости, а также регламентация процесса корректировки цен. В иностранных методических рекомендациях либо обосновывается расчет и применение стандартных и специализированных коэффициентов корректировки и социальной ставки дисконтирования, либо значения данных показателей задаются извне в виде фиксированных значений специализированными органами в зависимости от отрасли, в которой работает то либо иное предприятие. Кроме этого необходима разработка показателей эффективности и критерии, по которым проект необходимо принять к реализации и он будет приносить общественную выгоду всему населению.

Поэтому введение в методологию оценки эффективности инвестиционных проектов оценки общественной эффективности кажется нам целесообразным, однако по ряду причин является несвоевременным, поскольку в Беларуси не существует специализированный орган, который мог бы заниматься исследованием и регламентацией макроэкономических показателей, с помощью которых возможна оценка проекта с данной позиции, а бездумное копирование зарубежных методических рекомендаций по данному вопросу не приведет к высокому качеству оценки проекта со стороны как разработчиков, так и государства. Поэтому признавая важность включения в оценку инвестиционных проектов показателей национальной (общественной) эффективности,

нами данный вид не будет рассмотрен. В качестве альтернативного варианта нами будет использован скорректированный показатель добавленной стоимости.

Таким образом, нами было выявлено, что в Беларуси для оценки эффективности инвестиционных проектов используются показатели коммерческой эффективности, в то время как общественная эффективность, рассчитываемая в соответствии с требованиями многих между-

народных методик, не определяется. С целью совпадения рассчитываемых показателей эффективности нами предлагается корректировка денежных потоков, используемых для расчета основных показателей эффективности, а также анализ финансовой реализуемости проекта, исходя из которого можно будет сделать выводы о достаточности денежных средств для реализации проекта.

Список использованных источников:

1. Об утверждении Программы социально-экономического развития: Указ от 11.04.2011 г. № 136 [Электронный ресурс] // Официальный сайт Министерства экономики РБ. — 2014. — Режим доступа : http://www.economy.gov.by/ru/macroeconomy/programma_soc_econom_razvitia.

2. Инвестиции в основной капитал по источникам финансирования // Национальный статистический комитет Республики Беларусь [Электронный ресурс]. — 1998-2014. — Режим доступа: http://www.belstat.gov.by/ofitsialnaya-statistika/otrasli-statistiki/investitsii-i-stroitelstvo/osnovnye-pokazateli-za-period-s-___-po-_____gody_8/investitsii-v-osnovnoi-kapital-po-istochnikam-finansirovaniya/.

3. Об утверждении Правил по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов: Постановление Министерства экономики Республики Беларусь 31.08.2005 № 158: в ред. от 29.02.2012 № 15 // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь [Электронный ресурс]. — 2006-2013. — Режим доступа : <http://www.pravo.by/main.aspx?guid=3961&p0=W20513184>.

4. Manual for Evaluation of Industrial Projects. – United Nations Industrial Development Organization, Vienna, 1986 — 151 p.

5. Королев Д. Г. Основные требования к описанию и расчетам эффективности инвестиционных проектов в соответствии с законодательством Республики Беларусь / Д. Г. Королев // Бизнес-планирование. — 2009. — № 2. — С. 253–272.