Опрышко, Елена Леонидовна. Формирование оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Опрышко Елена Леонидовна; [Место защиты: Ин-т экономики, права и гуманитар. специальностей].- Б.м., 2012.- 208 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/1284

**Содержание к диссертации**

Введение

**1 Теоретические аспекты финансирования инвестиционной деятельности предприятий 15**

1.1 Экономическое содержание инвестиционной деятельности предприятий 15

1.2 Финансирование инвестиционной деятельности предприятий: понятие, источники, методы и инструменты 32

1.3 Концептуальные подходы к формированию оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий . 51

**2 Анализ формирования источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий и их структуры 68**

2.1 Особенности формирования источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий в российской экономике 68

2.2. Анализ динамики и структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий 91

2.3. Анализ взаимосвязи структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий и результатов их деятельности 103

**3. Управление формированием оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий 121**

3.1. Принципы формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий 121

3.2. Модель инвестиционно-финансового выбора оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий 134

Заключение 151

Список используемой литературы

* [Финансирование инвестиционной деятельности предприятий: понятие, источники, методы и инструменты](http://www.dslib.net/finansy/formirovanie-optimalnoj-struktury-istochnikov-finansirovanija-investicionnoj.html#5236491)
* [Концептуальные подходы к формированию оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий .](http://www.dslib.net/finansy/formirovanie-optimalnoj-struktury-istochnikov-finansirovanija-investicionnoj.html#5236492)
* [Анализ динамики и структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий](http://www.dslib.net/finansy/formirovanie-optimalnoj-struktury-istochnikov-finansirovanija-investicionnoj.html#5236493)
* [Модель инвестиционно-финансового выбора оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий](http://www.dslib.net/finansy/formirovanie-optimalnoj-struktury-istochnikov-finansirovanija-investicionnoj.html#5236494)

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Активизация инвестиционной деятельности российских предприятий становится особо значимой в условиях модернизации отечественной экономики. Определяя масштабы, темпы роста и уровень конкурентоспособности предприятий, она способствует макроэкономической стабилизации хозяйственной системы общества и ускорению ее перехода к качественно новой ступени развития.

Характерной особенностью инвестиционной деятельности предприятий на современном этапе является рост многообразия привлекаемых источников финансирования как результат перехода к рыночной модели инвестирования с присущим для нее изменением соотнощения между внутренними и внешними источниками финансирования инвестиций. В этих условиях одной из приоритетных задач финансового менеджмента, от качественного решения которой во многом зависит эффективность инвестиционной деятельности, является формирование оптимальной структуры источников ее финансирования. На этой основе обеспечиваются необходимый уровень доходности и финансовой устойчивости, динамическое финансовое равновесие, максимизация инвестиционной стоимости предприятий.

Назревшие потребности отечественной хозяйственной практики обусловливают пристальное внимание к проблемам управления источниками финансирования инвестиционной деятельности, структурой капитала, стоимостью предприятия, разрабатываемым экономической наукой Запада на протяжении последних десятилетий, а также интенсификацию поиска методического инструментария, адекватного новым задачам. По мере становления рыночного хозяйства в России происходит смена парадигмы финансового анализа, развиваются теоретические и методические основы современного финансового менеджмента. Задачи в этой области осложняются тем, что в силу существенной специфики становления рыночных отношений в России подходы, выработанные научной мыслью Запада, не могут быть использованы без адаптации к российским условиям. Возрастание роли управления предприятиями, нацеленного на рост их стоимости, применительно к политике финансирования инвестиционной деятельности, обусловливает потребность в научном осмыслении и обосновании инвестиционно-финансового подхода к формированию оптималь-

ной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности российских предприятий, разработке моделей и инструментов, обеспечивающих эту оптимизацию.

**Степень разработанности проблемы.** Различные теоретические и методические аспекты проблемы формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий нашли отражение в работах зарубежных и отечественных ученых.

Основные методологические подходы к исследованию инвестиционной деятельности предприятий и источников ее финансирования разработаны в классических трудах Дж. М. Кейнса, К. Маркса, А. Маршалла, А. Пигу, А. Смита, Дж. Стиглица, Дж. Тобина, М. Фридмена, Ф. Хайека, Д. Хикса и др.

Проблемы формирования и управления структурой капитала, ее влияния на конечные результаты деятельности компаний исследованы в фундаментальных трудах Г. Аккерлофа, М. Бреннана, Дж. Ван Хорна, Дж. Ваховича, М. Йенсена, X. Леланда, М. Майерса, Р. Масюлиса, У. Меклинга, Р. Мертона, М. Миллера, Ф. Модильяни, Р. Радклиффа, У. Шарпа, Дж. Уильямса, Дж. Уорнера и др.

Различные аспекты финансирования инвестиционной деятельности предприятий в современной экономике рассмотрены в работах И. А. Бланка, В.В. Бочарова, Р. Брейли, Ю. Бригхэма, Д. Блэкуэлла, СВ. Валдайцева, Л.Дж. Гит-мана, Б. Гринвалда, М.Д. Джонка, М.Н. Крейниной, А.Б. Крутика, В.В. Ковалева, Д. Кидуэлла, С. Майерса, ЯМ. Миркина, Е.Г Никольской, Е.С. Стояновой, А.В. Хаустова и др.

Специфика формирования источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий в условиях рыночных преобразований экономики России раскрыта в работах И.Т. Балабанова, B.C. Барда, B.C. Ивановского, И.В. Ивашковской, Л.Л. Игониной, А.З. Дадашева, Т.Н. Даниловой, В.А. Слепова, Д.Г. Черника, Е.Г. Ясина и др.

Однако, несмотря на всю ценность проведенных исследований, многие существенные аспекты формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий в условиях современного этапа развития отечественной экономики остаются недостаточно разработанными. Анализ работ, представленных в экономической литературе, свидетельствует о преобладании бухгалтерского подхода к анализу структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий, когда

в основу оценки эффективности этой структуры кладутся показатели прошлой деятельности предприятий, что не позволяет обеспечить политику финансирования инвестиционной деятельности, подчиненную целям долгосрочного роста предприятий.

Теоретическая и практическая значимость проблемы формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий на современном этапе развития российской экономики, степень ее научной разработки обусловили выбор темы, цель и задачи диссертационного исследования.

Цель и задачи исследования. Цель диссертационного исследования состоит в обосновании инвестиционно-финансового подхода и разработке методического инструментария формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности российских предприятий.

Поставленная цель исследования обусловила необходимость решения комплекса взаимосвязанных задач:

- уточнить экономическое содержание инвестиционной деятельности  
предприятия;

раскрыть понятие, источники, методы и инструменты финансирования инвестиционной деятельности предприятия;

установить основные подходы к формированию оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия;

выявить особенности формирования источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий и их структуры в российской экономике;

проанализировать динамику и структуру источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий;

исследовать взаимосвязь структуры источников финансирования предприятий и результатов их деятельности;

обосновать принципы формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия;

разработать модель инвестиционно-финансового выбора, обеспечивающую оптимизацию структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия.

**Объект и предмет исследования.** Объектом исследования является процесс финансирования инвестиционной деятельности предприятий в российской экономике. Предметом исследования выступает система финансовых отношений, складывающихся в процессе формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности на современном этапе развития российской экономики.

Область исследования по паспорту специальности 08.00.10: Часть 1. Финансы: 3. Финансы хозяйствующих субъектов: 3.20. Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала; 3.25. Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования.

Теоретико-методологической **основой** исследования выступают фундаментальные концепции, представленные в классических и современных трудах зарубежных и отечественных ученых в области финансового менеджмента, формирования структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий. В процессе исследования были использованы концептуальные положения теории экономических систем, воспроизводства, переходной экономики, инвестиций, структуры капитала, стоимости фирмы, а также системный, воспроизводственный и субъектно-объектный подходы к изучению закономерностей формирования и развития экономических систем и явлений.

**Инструментарно-методический аппарат работы.** В процессе обоснования теоретических аспектов формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий использовались общенаучные методы: диалектический и исторический, дедукция, индукция, категориальный, системный, количественный и качественный анализ и синтез. В ходе решения частных задач применялись методы ситуационного, сравнительного, стратегического, финансового и экономико-математического анализа, статистических исследований, экспертных оценок, табличной и графической визуализации статистических данных.

**Информационная и нормативно-правовая база исследования** представлена содержанием монографий, научных статей, тезисов докладов и других публикаций российских и зарубежных ученых по проблемам формирования структуры источников финансирования инвестиционной деятельности пред-

приятии; законодательными и нормативными актами РФ, регламентирующими сферу финансов инвестиционного процесса.

**Эмпирическую базу исследования** составили статистические данные федеральных и региональных статистических органов, Министерства финансов РФ, ФСФР, Центрального банка РФ; информационные, аналитические материалы и экспертные оценки российских и зарубежных информационно-статистических и аналитических агентств, финансовая отчетность ряда российских предприятий, Интернет-ресурсы, а также собственные расчеты соискателя.

**Рабочая гипотеза диссертационного исследования** исходит из предположения о наличии взаимосвязи структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия и его инвестиционной стоимости. В отличие от бухгалтерского подхода к формированию структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий, построенного на оценке ретроспективных показателей, инвестиционно-финансовый подход ориентирован на рост инвестиционной стоимости предприятия. Разработанный на основе инвестиционно-финансового подхода методический инструментарий позволяет обеспечить оптимизацию структуры источников финансирования инвестиционной деятельности российских предприятий с учетом требуемой доходности инвестируемого капитала, альтернативных издержек, динамизма и неопределенности рыночной среды.

**Основные положения** работы, **выносимые на** защиту.

1. Комбинирование исследовательских ресурсов системного, воспроизводственного и субъектно-объектного подходов к анализу инвестиционной деятельности предприятий позволяет выявить ее специфику как динамической системы, выделить фундаментальный, устойчивый цикл движения, раскрыть внутреннюю структуру и функциональные характеристики структурных элементов, уточнить этапные и перспективные цели инвестиционной деятельности предприятия. Экономическое содержание инвестиционной деятельности предприятия под углом зрения указанных подходов выступает как система экономических отношений, связанных с динамическим процессом мобилизации инвестиционных ресурсов и их трансформации в инвестиционные вложения, в ходе которого реализуются этапные и перспективные цели инвестиционной деятельности предприятия - прирост инвестируемого капитала в форме чистого дохода и рост инвестиционной стоимости предприятия.

2. Инвестиционная деятельность предприятий в условиях рыночной модели  
инвестирования связана с поиском эффективных решений в области определе  
ния возможных источников финансирования инвестиций, способов их мобили  
зации и использования. Система финансового обеспечения инвестиционной  
деятельности предприятий представляет собой единство источников, методов и  
инструментов финансирования инвестиционной деятельности, складывающих  
ся в результате функционирования внутренних и внешних финансовых отно  
шений предприятия, связанных с формированием инвестируемого капитала  
предприятия; указанные отношения составляют экономическое содержание  
финансирования инвестиционной деятельности предприятия. Основными мето  
дами финансирования инвестиционной деятельности предприятия являются:  
внутреннее самофинансирование, акционерное финансирование, кредитное фи  
нансирование, лизинговое финансирование, бюджетное финансирование, и  
смешанное финансирование; их реализация осуществляется посредством соот  
ветствующих им инструментов.

3. Исследование основных подходов к оптимизации структуры источников  
финансирования инвестиций свидетельствует о том, что распространенный в  
финансовом анализе бухгалтерский подход, строящийся на основе ретроспек  
тивных показателей деятельности предприятий, не позволяет выстроить поли  
тику финансирования инвестиционной деятельности, адекватную целям долго  
срочного роста предприятия; методологической основой формирования опти  
мальной структуры источников финансирования инвестиций служит подход,  
сформированный в процессе эволюции теорий структуры капитала, устанавли  
вающий взаимосвязь структуры капитала и стоимости предприятия, критерии  
оптимизации структуры капитала и необходимость учета воздействующих на  
нее факторов. Его адаптация к задаче оптимизации структуры источников фи  
нансирования инвестиций позволяет обосновать инвестиционно-финансовый  
подход, в соответствии с которым при формировании оптимальной структуры  
источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия следу  
ет исходить из максимизации инвестиционной стоимости предприятия.

4. Существенными особенностями формирования источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий в условиях рыночных преобразований российской экономики являются: качественные сдвиги в их структуре, связанные со снижением значимости бюджетных ассигнований и повыше-

ниєм роли собственных средств предприятий, частных инвестиций и заемных средств; более низкая суммарная доля прибыли и амортизационных отчислений в общем объеме источников финансирования инвестиций в основной капитал, чем в странах с развитой рыночной экономикой; сдвиги в структуре собственных средств в сторону сокращения доли прибыли и повышения доли амортизации; постепенный рост инвестиционного банковского кредитования реального сектора на фоне улучшения показателей деятельности банковской системы; недостаточный уровень реализации инвестиционной функции фондового рынка; неэффективная структура иностранных инвестиций, характеризующаяся низким удельным весом прямых инвестиций. Совокупный объем и структура источников финансирования инвестиций в производственной сфере не в полной мере соответствуют требованиям устойчивого инвестиционного развития и модернизации экономики.

1. Анализ структуры источников финансирования инвестиционной деятельности (на примере ряда российских телекоммуникационных компаний) свидетельствует о сохранении высокой доли собственных финансовых ресурсов (прежде всего, прибыли), замедлении темпов роста заемных средств в кризисных периодах, реструктуризации долга при повышении доли долгосрочных заемных источников. Являясь быстрорастущими предприятиями, телекоммуникационные компании использовали собственный капитал как потенциал для привлечения долгосрочных заемных средств, широко применяя такие рыночные инструменты внешнего финансирования инвестиций, как инвестиционные кредиты и облигационные займы.
2. Исследование взаимосвязи структуры источников финансирования инвестиционной деятельности и результатов деятельности телекоммуникационных компаний (путем анализа влияния плеча финансового левериджа на чистую прибыль, экономическую рентабельность, рентабельность собственного капитала, а также построения кривой безразличия) свидетельствует о наличии существенной зависимости рассматриваемых параметров. Однако бухгалтерский подход к анализу структуры инвестируемого капитала, реализуемый на основе традиционных приемов оценки величины и соотношений собственного и заемного капитала предприятий, не позволяет объективно судить об адекватности политики финансирования инвестиционной деятельности ее стратегическим целям. Это обусловливает необходимость реализации финансово-

инвестиционного подхода и разработки на его основе методического инструментария, обеспечивающего поиск оптимальных значений структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия, исходя из критерия максимизации его инвестиционной стоимости.

1. Формирование оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия определяет необходимость учета особенностей использования собственных и заемных источников и их отдельных составляющих, а также суммарного воздействия комплекса факторов, определяющих соотношение уровней доходности и риска вложения инвестируемого капитала. Это требует обоснования принципов формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия, лежащих в основе принятия комплекса сложных и обоснованных решений, связанных со структурированием инвестиционных сделок, выбором конкретных финансовых инструментов, разработкой графика планирования денежных поступлений и выплат разным типам инвесторов, регулированием рисков, возникающих при использовании разных финансовых инструментов, формулированием условий инвестиционных соглашений и договоров.
2. Модель инвестиционно-финансового выбора оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предполагаег, что понятие инвестиционной стоимости компании связано с суммой дисконтированных потоков свободных денежных средств, которые инвестор ожидает получить в будущем; применяемая при этом ставка дисконтирования выступает как ставка средневзвешенных затрат на инвестируемый капитал, учитывающая, с одной стороны, совокупные требования кредиторов и собственников к доходности, а, с другой, - затраты предприятия по мобилизации инвестируемого капитала. Математическая формализация модели представляет собой двухкрите-риальную задачу максимизации инвестиционной стоимости предприятия и минимизации ставки средневзвешенных затрат на инвестируемый капитал с учетом допустимых рисков и требуемой доходности, которая может быть решена методом линейной свертки частных критериев.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в обосновании инвестиционно-финансового подхода к формированию структуры источников финансирования инвестиционной деятельности российских предприятий,

разработке методов и моделей, обеспечивающих оптимизацию указанной структуры на базе роста инвестиционной стоимости предприятий.

Приращение научного знания, полученное в работе, представлено следующими элементами:

- уточнены на основе комбинирования методологического инструментария  
системного, воспроизводственного и субъектно-объектного подходов субъект-  
но-объектные характеристики, условия, этапные и перспективные цели инве  
стиционной деятельности предприятия, что в отличие от ранее достигнутых ре  
зультатов позволило раскрыть экономическое содержание инвестиционной  
деятельности предприятия как сложной, динамической воспроизводственной  
системы и обосновать ее функциональное назначение;

- определено понятие финансирования инвестиционной деятельности  
предприятия как системы финансовых отношений предприятия, связанных с  
мобилизацией внутренних и внешних источников финансирования инвестици  
онной деятельности посредством использования особых методов и инструмен  
тов с целью формирования инвестируемого капитала предприятия; которое в  
отличие от определений, имеющихся в экономической литературе, более полно  
отражает элементный состав, функциональное содержание и цель этой систе  
мы; -;

раскрыта сущность оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия как такого соотношения всех форм собственного и заемного капитала, при котором достигается максимизация инвестиционной стоимости предприятия с учетом допустимого риска и нормы доходности, заданной средневзвешенной стоимостью используемых источников, что позволило сформулировать отличия финансово-инвестиционного от традиционного бухгалтерского подхода к формированию оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия;

выделены ключевые характеристики процесса формирования источников финансирования инвестиционной деятельности российских предприятий и их структуры, связанные с изменением роли внутренних и внешних способов мобилизации инвестиционного капитала на различных этапах развития экономики страны; установлена взаимосвязь структуры источников финансирования и финансовых результатов деятельности предприятий, выражающаяся в существен-

ном влиянии уровня финансового левериджа на изменчивость чистой прибыли и рентабельность собственного капитала;

обоснована система принципов формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности, включающая: учет сложной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности, соответствие сроков привлечения источников финансирования инвестиционной деятельности целям их использования, учет суммарного воздействия факторов внутренней и внешней среды и асимметричности информации, нацеленность на максимизацию инвестиционной стоимости предприятия;

разработаны модель инвестиционно-финансового выбора, обеспечивающая оптимизацию структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий, и методический инструментарий, содержащий комплекс инструментов количественной и качественной оценки элементов и параметров модели,'которые, в отличие от имеющихся разработок, базируются не на бухгалтерском, а на инвестиционно-финансовом подходе.

**Теоретическая значимость исследования** заключается в том, что полученные в нем положения и выводы развивают и дополняют ряд существенных аспектов теории финансов, финансового менеджмента, могут служить теоретической основой для разработки финансовой политики предприятия в части управления структурой источников финансирования их инвестиционной деятельности.

**Практическая значимость работы** состоит в том, что содержащиеся в ней основные выводы и рекомендации могут быть эффективно применены в хозяйственной практике российских предприятий при создании систем управления структурой источников финансирования их инвестиционной деятельности, а также использоваться в преподавании ряда учебных курсов высшей школы: «Теория финансов», «Финансы предприятий (организаций»), «Финансы корпораций», «Финансовый менеджмент», «Инвестиции».

**Апробация результатов исследования.** Основные положения, выводы и практические рекомендации, полученные в ходе исследования, были апробированы в докладах, выступлениях соискателя на международных, межрегиональных и вузовских научно-практических конференциях в городах Краснодар, Махачкала, Ставрополь, Сочи в 2004 - 2010 годах.

Ряд положений диссертации использован при разработке финансово-инвестиционной политики ряда предприятий Краснодарского края, а также в преподавании учебных курсов «Теория финансов», «Финансы предприятий (организаций»), «Финансовый менеджмент», «Инвестиции» в Институте экономики, права и гуманитарных специальностей (г. Краснодар).

Публикации результатов исследования. Основные положения диссертационного исследования нашли отражение в 10 научных публикациях соискателя общим объемом 4,8 п. л., из них авторский вклад - 4,1 п.л.

**Структура диссертационной работы.** Исследование состоит из введения, трех глав, включающих восемь параграфов, заключения, списка использованных источников (172 наименования). Работа содержит 15 таблиц, 30 рисунков и 19 приложений.

## Финансирование инвестиционной деятельности предприятий: понятие, источники, методы и инструменты

Как справедливо отмечает ряд исследователей, производительный характер свойственен не только вложениям в реальные активы, входящим в группу так называемых капиталообразующих инвестиций (вложения в основной капитал, прирост оборотного капитала, нематериальные активы, земельные участки, объекты природопользования), но и вложениям в определенные финансовые инструменты, облуживающих движение этих инвестиций (например, акции и облигации предприятий реального сектора, эмиссия которых обеспечивает привлечение капитала в сферу предпринимательской деятельности). В то же время некоторые виды инвестиций в реальные активы (недвижимость, драгоценные металлы, предметы коллекционирования), так же как и часть финансовых инвестиций (спекулятивные финансовые инструменты), не носят производительного характера. Данные вложения связаны с получением чистого дохода как целевой установки инвестора и с позиций экономического субъекта выступают как инвестиции, хотя на макроэкономическом уровне ведут не к приросту реального капитала, а лишь к перераспределению совокупного дохода общества1.

В процессе инвестиционной деятельности предприятий реального сектора экономики происходит аккумулирование внутренних и внешних инвестиционных ресурсов и их вложение с целью получения превышающего авансированную стоимость дохода, который, в свою очередь, служит основой формирования внутренних инвестиционных ресурсов следующего инвестиционного цикла. При этом реализуется взаимосвязь элементов инвестиционной деятельности, их воспроизводство, достижение целей инвестиционной деятельности. Мы согласны с теми учеными, которые указывают, что особенности инвестиционной деятельности как динамической системы могут быть раскрыты на основе сочетания исследовательских возможностей системного и воспроизводственного подходов1.

Системный подход обеспечивает конкретную содержательность исследования инвестиционной деятельности предприятий с учетом ее элементного состава, места, цели, задач и функционального назначения; он согласуется с воспроизводственным подходом, предполагающим выделение фундаментального, устойчивого цикла движения, как системы, так и ее элементов, раскрытие внутренней структуры системы, функционального назначения структурных элементов. Заслуга формирования и развития основных методологических положений системного и воспроизводственного подходов к анализу экономических отношений принадлежит Ф. Кенэ, А. Смиту, К. Марксу, Дж. Ст. Миллю, А. Маршаллу, А. Пигу, Н. Кондратьеву, М. Веберу, В. Леонтьеву, Дж. М. Кейнсу, Р. Харроду, Ф. Хайеку, Г. Мюрдалю, Дж. Хиксу, Э. Хансену, Р. Лукасу, И. Шумпетеру и др.

Впервые к исследованию процесса общественного воспроизводства обратился Ф. Кэне, автор «Экономической таблицы» . Свои трактовки воспроизводственного подхода обосновывали основоположники классической политической экономии, представители различных школ экономической науки. Наиболее последовательно воспроизводственный подход был изложен в рамках марксистской научной парадигмы, содержащей методологические основы исследования инвестиционной деятельности предприятий как сложной системы экономических отношений под углом зрения ее роли в индивидуальном и общественном воспроизводстве.

Исходя из реализованной К. Марксом в «Капитале» методологии исследования процесса воспроизводства, следует разграничить: - простое воспроизводство, при котором инвестиции, необходимые для возобновления производственного процесса в неизменных масштабах, осуществляются за счет амортизационных средств; - суженное воспроизводство, характеризующееся снижением объема инвестиций до величины, недостаточной для поддержания производственного процесса в неизменных масштабах; - расширенное воспроизводство, при котором инвестиции в своей большей части идут на расширение производства. К. Маркс связывает переход к расширенному воспроизводству с накоплением капитала в процессе инвестиционной деятельности предприятий. Значительным вкладом в развитие воспроизводственного подхода к исследованию системы экономических отношений является определение К. Марксом условий реализации всего общественного продукта, произведенного в национальном хозяйстве, выделение индивидуального и общественного кругооборота капитала, анализ влияния условий реализации производственного продукта на характер общественного воспроизводства, формулирование условий равновесия на инвестиционном и товарном рынках, выделение действительного и фиктивного капиталов и обоснование закономерностей их воспроизводства.

А. Маршалл, основоположник школы неоклассического направления исследует процесс инвестирования как составляющую более общей проблемы - механизма функционирования рынка капитала. Продолжая традиции классической школы, он исходит из положения о равенстве сбережений и инвестиций в масштабе экономики. Сбережения А. Маршалл рассматривает как разность между доходами и издержками на потребление и считает, что субъектами сбережений могут быть все члены общества, хотя большая часть сбережений осуществляется собственниками капитала. В целях настоящего исследования выделим особо положение А. Маршалла о факторах, регулирующих накопление капитала, среди которых наиболее значимой, по мнению

А. Маршалла, является ставка банковского процента, выступающая как цена предложения на рынке капитала1. Указанное положение послужило методологическим подходом к анализу факторов, обусловливающих инвестиционную деятельность предприятия: ставка банковского процента формирует значения критериальной доходности инвестиционной деятельности предприятия, если последняя ниже ставки банковского процента, предприятия могут предпочесть вложения своих средств не в основную деятельность, а в инструменты финансового рынка. Кроме того, с позиций современного финансового менеджмента, разрыв между ставкой банковского процента и доходностью инвестиционной деятельности предприятия ведет к отрицательному значению эффекта финансового рычага, что уменьшает рентабельность собственного капитала предприятия.

В XX веке система общественного воспроизводства становится все более серьезным объектом научных исследований. Специфика работ А. Пигу, Дж. М. Кейнса, Й. Шумпетера, Э. Хансена, Ф. Хайека, Р. Харрода и других авторов выражается в их ориентированности на формирование интегрального синтеза, описывающего сложный механизм циклического характера общественного воспроизводственного процесса.

Наиболее четко прослеживается воспроизводственный подход к анализу инвестиций и инвестиционной деятельности в работах Дж. М. Кейнса, который рассматривает инвестиции в единстве двух сторон: ресурсов (капитальных ценностей) и вложений (затрат). Инвестиции, по мнению Дж. М. Кейнса, это часть дохода за данный период, которая не была использована для потребления, текущий прирост ценностей капитального имущества в результате производительной деятельности данного периода, часть которого будет направлена на инвестиционную деятельность в следующем периоде. Таким образом, инвестиционная деятельность предстает как циклический, повторяющийся процесс, связанный с формированием ресурсов, аккумули Маршалл А. Принципы экономической науки. — М.: Прогресс Универс, 1993. - С. 56. рованных с целью накопления дохода, и их вложением (использованием ресурсов), обеспечивающим прирост капитального имущества.

В отличие от экономистов классической школы, Дж. М. Кейнс считает, что источником финансирования инвестиций выступают не только текущие сбережения, но и наличные сбережения домашних хозяйств и эмиссия денежных средств кредитными организациями, при этом субъекты сбережений и инвестиций представлены разными группами, принимающими решения о сбережениях и инвестициях на различных основаниях. Это положение лежит в основе обоснования Дж. Кейнсом изменчивости частного инвестиционного спроса и необходимости государственного вмешательства в инвестиционный процесс. Рассматривая особенности движения фиктивного капитала на фондовом рынке, Дж. Кейнс отмечает, что преобладание спекулятивного мотива в действиях инвесторов над предпринимательским не является результатом дурной наклонности, а неизбежно связано с плохо налаженной системой экономических отношений на рынке1. Предприятия принимают решения инвестировать в собственную деятельность, если доходность этих инвестиций («предельная эффективность капитала», по Дж. М. Кейнсу, понимаемая как разница между приростом дохода с единицы капитала и затратами, связанными с ее использованием) выше ставки ссудного процента.

## Концептуальные подходы к формированию оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий .

Данная система представлена определенной совокупностью внутренних и внешних финансовых отношений предприятия. Внутренние финансовые отношения включают отношения, складывающиеся в связи использованием предприятиями части чистой прибыли, амортизационных отчислений и иных собственных источников инвестиционной деятельности. Внешние финансовые отношения, возникающие в процессе финансирования инвестиционной деятельности, охватывают широкий спектр экономических связей предприятия с иными экономическими субъектами по поводу мобилизации разнообразных привлеченных и заемных источников финансирования инвестиционной деятельности.

Следующей ступенью нашего анализа является уточнение состава методов финансирования инвестиционной деятельности предприятия, необходимость которого связана с отсутствием единства взглядов по данному вопросу в экономической литературе. В частности, А.В. Хаустов отмечает, что при всем многообразии источников финансирования к основным методам финансирования инвестиционной деятельности можно отнести самофинансирование, акционерное финансирование, бюджетное финансирование, кредитное финансирование, лизинговое и комбинированное (смешанное) финансирование1. И.А. Бланк причисляет к указанным методам полное самофинансирование, акционирование, кредитное финансирование, лизинг и селенг, а также смешанное финансирование . М.И. Ример, Н.Н. Матиенко и А.Д. Каса-тов считают, что к основным методам финансирования инвестиционной деятельности предприятий следует отнести самофинансирование, кредитный, бюджетный, а также комбинированный методы .

Сопоставление приведенных подходов подтверждает наличие определенных разногласий, которые во многом связаны, с многообразием источников финансирования инвестиционной деятельности и, соответственно, возможностью выделения различных методов их мобилизации. Так, И. А. Бланк не включает в состав основных методов финансирования инвестиционной деятельности предприятий бюджетное финансирование, очевидно, автор считает, что данный метод не является значимым в рыночной экономике. Можно согласиться с тем, что в рыночных условиях роль бюджетного финансирования резко снижается, однако, последнее сохраняет свое значение для предприятий государственного и муниципального сектора, ведущих инвестиционную деятельность, а также для предприятий иных форм собственности, привлекающих бюджетные средства на долевой основе (а также грантов и дотаций) для финансирования важных (приоритетных) инвестиционных проектов. В этом плане, по нашему мнению, бюджетное финансирование не следует исключать из состава основных методов финансирования инвестиционной деятельности предприятий.

М.И. Ример, Н.Н. Матиенко и А.Д. Касатов дают укрупненную группировку методов финансирования инвестиционной деятельности предприятий, они, в частности, не выделяют акционерное финансирование и лизинг. Можно предположить, что они рассматривают акционерное финансирование как один из способов самофинансирования, а лизинг как один из инструментов кредитного метода. Однако такой подход является не вполне корректным. На наш взгляд, суть самофинансирования связана с использованием внутренних источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия, а средства, привлекаемые путем акционирования лишь после полного размещения акций меняют свой статус внешнего источника и становятся частью собственных средств предприятия. Очевидно, для выделения указанного метода как самостоятельного метода финансирования инвестиционной деятельности, а также избежания терминологических неясностей, его следует рассматривать как внутреннее самофинансирование. Лизинг, по нашему мнению, сочетает ряд свойств кредита со свойствами других экономических категорий. Мы согласны с Л.Л. Игониной, которая отмечает, что лизинг, с одной стороны, является своеобразной инвестицией капитала, поскольку предполагает вложение средств в материальное имущество с целью получения дохода, а с другой стороны, сохраняет черты кредита (предоставляется на началах платности, срочности, возвратности) .

На основе вышеизложенного, можно сделать вывод о том, что основные методы финансирования инвестиционной деятельности предприятий включают: внутреннее самофинансирование, акционерное финансирование, кредитное финансирование, лизинговое финансирование, бюджетное финансирование и смешанное финансирование. Реализация указанных методов осуществляется посредством соответствующих им инструментов.

Дадим общую характеристику основных методов и инструментов финансирования инвестиционной деятельности предприятий.

Внутреннее самофинансирование. Данный метод, как отмечалось, предполагает финансирование инвестиционной деятельности предприятия проекта за счет использования внутренних, собственных источников. Его использование позволяет сохранить финансовую устойчивость при относительной простоте реализации и оперативности привлечения средств, а также экономить издержки, возникающие при применении внешних источников финансирования инвестиционной деятельности (например, дивидендные и процентные выплаты). Вместе с тем метод внутреннего финансирования имеет и недостатки, связанные с ограниченностью собственных источников для финансирования масштабных инвестиционных проектов, отсутствием внешнего контроля за эффективностью использования инвестиционных ресурсов, а также ухудшением текущей платежеспособности вследствие иммобилизации части ресурсов.

Важнейшим собственным источником финансирования инвестиций является чистая прибыль, которая формирует преимущественную часть собственных финансовых ресурсов предприятия, обеспечивает прирост собственного капитала, а соответственно и рост инвестиционной стоимости предприятия.

## Анализ динамики и структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий

По данным федеральной службы государственной статистики, в 2009 г. доля средств от эмиссии акций в общем объеме источников финансирования инвестиций в основной капитал составила 1,0%, а в 2010 г. - 1,4%2.

Еще одним потенциальным источником инвестиционных ресурсов российских предприятий являются средства иностранных инвесторов. В настоящее время привлечение иностранных инвестиций осуществляется российскими компаниями в относительно незначительных масштабах (приложение Д, рисунок 2.1.10).

В 2000-2007 г. объем иностранных инвестиций в российской экономике устойчиво рос, хотя увеличение происходило в основном за счет так называемых прочих инвестиций. Доля прямых инвестиций в общем объеме иностранных инвестиций за период 2000-2007 гг. сократилась с 40,4 до 23,0%, в то же время доля прочих инвестиций выросла с 58,3% до 73,5%.

В кризисных условиях приток иностранных инвестиций резко сократился. Восстановление позитивной динамики общего объема иностранных инвестиций произошло лишь в 2010 г. (рост на 40,1% по сравнению с 2009 г.), однако объем прямых инвестиций снизился на 13,2%. По состоянию на конец 2010 года накопленный иностранный капитал в экономике России составил 300,1 млрд. долл., что на 11,9% больше по сравнению с предыдущим годом. Наибольший удельный вес в накопленном иностранном капитале пришелся на прочие инвестиции, осуществляемые на возвратной основе -58,3% (на конец 2009 года - 55,5%), доля прямых инвестиций составила 38,7% (40,7%), портфельных - 3,0% (3,8%).

Анализ приведенных данных говорит о том, что иностранные инвесторы рассматривают российский рынок как емкий и перспективный, но считают его рискованным и поэтому занимают осторожную выжидательную позицию в отношении прямых инвестиций. Доля инвестиций из-за рубежа в общем объеме инвестиций в основной капитал составила 4,3% в 2009 г. и 3,8% в 2010 г., это значительно меньше действительных потребностей российских компаний в зарубежных инвестициях.

Составлен по данным Федеральной службы по статистике. - URL: http://www.gks.ru. На основе исследования современных тенденций формирования источников финансирования инвестиционной деятельности российских предприятий можно сделать ряд общих выводов: - с развитием рыночной модели инвестирования усилились сдвиги в структуре источников финансирования инвестиций в сторону снижения доли бюджетных ассигнований и увеличения доли собственных средств предприятий, частных инвестиций и заемных средств; - суммарная доля прибыли и амортизационных отчислений в структуре источников финансирования инвестиций в основной капитал российских предприятий существенно ниже, чем в странах с развитой рыночной экономикой, в частности, в силу этого обстоятельства посткризисное экономическое оживление не сопровождалось существенным снижением доли собственных средств в общем объеме источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий; динамика структуры собственных источников финансирования инвестиций характеризуется тенденцией сокращения доли прибыли и повышения доли амортизации; - несмотря на наметившуюся тенденцию роста кредитования реального сектора и позитивные изменения показателей деятельности российского банковского сектора, уровень развития банков, их капитализации и ресурсной базы пока недостаточен для решения задач эффективного финансирования инвестиционной деятельности в целях обеспечения модернизации экономики страны; - российский фондовый рынок носит преимущественно спекулятивный характер, его инвестиционная функция, несмотря на рост стоимости обращающихся корпоративных ценных бумаг и постепенное посткризисное восстановление рынка акций, реализуется в недостаточной степени, что препятствует использованию долгосрочных фондовых инструментов для получения необходимого реальной экономике объема финансовых ресурсов для инвестиционной деятельности; - иностранные инвесторы, оценивая в целом российский рынок как емкий и перспективный, считают его высоко рискованным и занимают осторожную выжидательную позицию в отношении прямых инвестиций. Поэтому, не отказываясь от использования эффективных механизмов мобилизации иностранных инвестиций, целесообразно делать упор на создание необходимых условий и разработку системы действенных мер для активизации внутренних инвестиций и их оптимального использования.

Таким образом, анализ финансового потенциала инвестирования реального сектора свидетельствует о том, что в настоящее время произошел заметный рост инвестиционных ресурсов предприятий, изменилась их структура. Однако совокупный объем и качество источников финансирования инвестиций в производственной сфере пока не является в полной мере адекватным для устойчивого инвестиционного развития экономики. Это выдвигает задачи как поиска путей стимулирования развития эффективных механизмов мобилизации инвестиционных ресурсов, а также новых теоретических и методических подходов к оптимизации их структуры.

Характерной особенностью инвестиционной деятельности российских предприятий в условиях развития рыночной экономики, как отмечалось, является увеличение объемов и расширение спектра привлекаемых источников, изменение соотношения между внутренними и внешними источниками финансирования инвестиций. Эти процессы в наибольшей степени проявляются в инвестиционноемких отраслях, динамика которых во многом определяется темпами внедрения достижений научно-технического прогресса. Одной из таких отраслей является телекоммуникация, в частности электро- и радиосвязь. Российская отрасль связи является одним из лидеров экономического роста в стране. Сегодня в ней активно развиваются практически все сектора телекоммуникаций - традиционная и особенно мобильная телефония, магистральные и внутризоновые транспортные системы, новые услуги и Internet. Это делает необходимыми качественный и количественный анализ структуры источников финансирования инвестиционной деятельности.

Рассмотрим динамику и структуру источников финансирования инвестиционной деятельности в отрасли связи на примере трех крупных телекоммуникационных компаний: ОАО «Южная телекоммуникационная компания» (ЮТК), ОАО «Уралсвязьинформ» (Уралсвязь) и ОАО «Дальневосточная компания электросвязи» (Дальсвязь) (приложение Е). Источником анализа служит финансовая отчетность компаний, составленная в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО). С 1 апреля 2011 года компании вошли в состав российской национальной телекоммуникационной компании «Ростелеком». Целью реорганизации в форме присоединения этих и иных межрегиональных компаний связи холдинга «Связьинвест» (ОАО «ЦентрТелеком», ОАО «Сибирьтелеком», ОАО «ВолгаТеле-ком», ОАО «СЗТ»), а также ОАО «Дагсвязьинформ» к ОАО «Ростелеком» является создание интегрированной компании, занимающей лидирующие позиции на российском рынке телекоммуникационных услуг, повышение рыночной капитализации компании.

Как показывают данные приложения Е и рис. 2.2.1, положительная динамика роста общего объема финансовых ресурсов компаний отрасли, отмечаемая в 2006 - 2007 гг., в 2008 - 2010 гг. под влиянием финансового кризиса замедлилась.

В компаниях «Уралсвязьинформ» объем финансовых ресурсов за рассматриваемый период возрос на 7,8 п.п. В компании «Дальсвязь» наблюдалась устойчивая положительная динамика финансовых ресурсов, в сопоставимой оценке они увеличились на 47,9 п.п. В компании «ЮТК» общая величина финансовых ресурсов за период 2006 - 2010 гг. в фактических ценах снизилась с 37 841 млн. руб. до 36 142 млн. руб., (в сопоставимой оценке снижение составило 4,5 п.п.).

## Модель инвестиционно-финансового выбора оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий

По нашему мнению, при оценке стоимости заемного капитала объявленную доходность займа к погашению (у) можно рассматривать как цену, которую кредиторы потребуют за предоставленный капитал. При использовании данной модели в качестве ожидаемой доходности к погашению займа компании (у) следует использовать среднюю ставку доходности, сложившуюся на рынке, по займам с аналогичным сроком погашения. Модель может быть также использована и для решения задачи оценки стоимости инвестиционного банковского кредита.

Что касается вероятности и возможной доли неплатежа по займу (кредиту), то она может быть оценена либо исходя из пессимистического сценария изменения характеристик финансового состояния компании-заемщика в течение срока заимствования, либо на основе установления ее зависимости от кредитного рейтинга заемщика. В последнем случае необходимы надежные оценки кредитоспособности компании-заемщика. При этом предпочтительней воспользоваться кредитными рейтингами известных международных рейтинговых агентств (например, Standard & Poor s, Fitch Rating или Moody s Investors Service). Это позволит дать оценку вероятности неплатежа на основе уже разработанных зависимостей вероятности и возможной доли неплатежа по займам кредитного рейтинга компании и от числа лет, прошедших с момента выпуска (приложение П). Однако на сегодня только треть российских эмитентов корпоративных облигаций имеет кредитные рейтинги ведущих мировых рейтинговых агентств. Отсутствие достаточной статистики и небольшой фактический диапазон рейтинговых оценок затрудняют определение наиболее вероятного кредитного рейтинга российских компаний по международной шкале, а, следовательно, и процентной ставки при различном уровне долга.

Следует согласиться с тем, что возможный выход из этой ситуации -использование рейтингов, присваиваемых российскими инвестиционными компаниями и рейтинговыми агентствами (например, рейтинговым агентством «Эксперт РА», инвестиционными банками и др.). Однако необходимо, во-первых, чтобы такие рейтинги охватывали гораздо более широкий спектр компаний, а во-вторых, они, должны обеспечивать значительно больший диапазон значений. Кроме того, как нами отмечалось, необходим более высокий уровень транспарентности компаний, поскольку это создаст возможности построения на базе публикуемой информации достоверных и надежных зависимостей затрат на заемных капитал от кредитного рейтинга компаний.

В формализованном виде модель инвестиционно-финансового выбора оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности компании может быть представлена следующим образом: Система уравнений должна быть решена относительно „ или „, , или с учетом того, что инвестируемый капитал (1С) равен сумме всех собственных и заемных источников, а доля собственного и доля заемного капитала составляет единицу, относительно Wd или We.

Проиллюстрируем применение модели инвестиционно-финансового выбора оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий на примере телекоммуникационных компаний (ОАО «ЮТК», ОАО «Дальсвязь», ОАО «Уралсвязьинформ») с целью ее апробации.

Для построения денежных потоков компаний использованы данные ретроспективного анализа финансовой отчетности с применением модели денежного потока для инвестированного капитала (таблица 3.2.1), а также прогнозы показателей финансово-хозяйственной деятельности компаний, макроэкономических и отраслевых факторов с учетом метода экстраполирования.

Для расчета требуемой собственниками величины доходности на собственный капитал (Ке) нами были использованы котировки акций исследуемых акционерных компаний в Российской торговой системе (РТС) в 2010 г. (приложение Р). В основу оценки затрат на собственный капитал была положена модель оценки капитальных активов (3.10). При этом в качестве ставки безрисковой доходности были принята средневзвешенная доходность краткосрочных облигаций ГКО-ОФЗ. Доходность рынка оценивалась на основе индекса Российской торговой системы (РТС), структура которого включает котировки 50 обыкновенных и привилегированных акций российских компаний. Структура индекса представлена в приложении Р. акций компаний были рассчитаны путем регрессии. Они представляет собой ковариацию доходности акций компании со средневзвешенной доходностью рынка, рассчитанной на основе рыночного индекса курсов, стандартизированную на основе дисперсии доходности акций всего рынка (приложения С и Т). Бета рассчитывалась по формуле

Показатели Наименование компаний ОАО «ЮТК» ОАО «Уралсвязьин-форм» ОАО «Дальсвязь» Ставка безрисковойДОХОДНОСТИ (/?/), %годовых 3,75 3,75 3,75 Ставка среднерыночной доходности (RM), % годовых 24,19 24,19 24,19 Бета коэффициент (fit) 0,4957 0,5595 0,5532 Цена собственного капитала (Ке), % годовых 13,883 15,187 15,057 148 Для оценки затрат на заемный капитал (Kd) с учетом премии за риск, нами были использована модель (3.12). Для расчетов на ее основе использованы данные о рейтинге кредитоспособности анализируемых компаний, присвоенном рейтинговым агентством Standard&Poor s, а также зависимость вероятности и размера неплатежей по займам от кредитного рейтинга компании (приложение П). При этом учитывалось, что средний взвешенный срок займов в анализируемых компаниях не превышает трех лет.

Вероятность неплатежей по займам в зависимости от срока займа и кредитного рейтинга Standard&Poor s, определялась вначале для фактически сложившейся структуры капитала компании. Затем вероятности оценивались по конкретным значениям структуры капитала путем взвешивания их по величине соотношения заемного и собственного капитала (D/E) компании (таблица 3.2.3.

В ходе исследования на основе полученных оценок стоимости источников собственного и заемного капитала были построены зависимости ставки средневзвешенных затрат на капитал {WACC) от структуры капитала (приложение X). Минимальное значение WACC достигается для ОАО «ЮТК» при соотношении D/E=0,25, для ОАО «Уралсвязьинформ» D/E=0,667, для ОАО «Дальсвязь» D/E=l,5. Результаты расчетов показывают, что, если в качестве основного критерия оптимизации структуры инвестиционного капитала принять минимальную величину WACC, то доля заемного капитала может оказаться завышенной (как в ситуации ОАО «Дальсвязь», что связано с риском потери финансовой устойчивости. Это еще раз подтверждает обоснованное в работе положение о том, что главным критерием формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиций является максимизация инвестиционной стоимости предприятия.

Для решения системы уравнений (3.13 и 3.14) можно применить метод линейной свертки критериев, позволяющий перевести многокритериальные задачи в разряд однокритериальной (единой целевой функции) путем построения вспомогательной задачи, решаемой методами линейного программирования с учетом заданных экспертным путем коэффициентов предпочтения. При этом мы используем аддитивные функции, поскольку важным условием решения задачи является сопоставимость критериев. Для обеспечения такой сопоставимости величину инвестиционной стоимости в уравнении 3.13 разделим на величину инвестируемого капитала, получив величину рентабельности инвестируемого капитала с учетом дисконтирования, выраженную в процентах. Коэффициенты предпочтения ах и а2 примем равными 0,5.