Опрышко Елена Леонидовна. Оптимизация источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий в российской экономике : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Опрышко Елена Леонидовна; [Место защиты: Сев.-Кавказ. гор.-металлург. ин-т]. - Краснодар, 2007. - 194 с. : ил. РГБ ОД,

**Содержание к диссертации**

Введение

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 31

1.3. Основные подходы к оптимизации структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий 50

2 Анализ источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия 66

2.1 Особенности формирования источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий в российской экономике 66

2.2. Анализ источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий 87

2.3. Анализ взаимосвязи структуры источников финансирования предприятий и результатов их деятельности 99

3. Управление формированием источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия 115

3.1. Принципы анализа и формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия 115

3.2. Модель инвестиционно-финансового выбора источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия 125

Заключение , 139

Список используемой литературы 154

Приложения 167

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Активизация инвестиционной деятельности российских предприятий становится особо значимой на современном этапе рыночных преобразований 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 в результате перехода к рыночной модели инвестирования с присущим для нее изменением соотношения между внутренними и внешними источниками финансирования инвестиций. В этих условиях одной из приоритетных задач финансового менеджмента, от качественного решения которой во многом зависит эффективность и экономическая безопасность инвестиционной деятельности, является оптимальный выбор структуры источников ее финансирования. На основе оптимизации данной структуры обеспечиваются необходимый уровень доходности и финансовой устойчивости, динамическое финансовое равновесие, максимизация 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

4 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 структуры источников финансирования инвестиционной деятельности российских предприятий, разработке моделей и инструментов, обеспечивающих ее оптимизацию.

Степень разработанности проблемы. Различные теоретические и методические аспекты проблемы оптимизации 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, Й. Шумпетера и др.

Проблемы формирования и управления структурой капитала, ее влияния

на конечные результаты деятельности компаний исследованы в фундамен-

v

тальных трудах Г. Акксрлофа, Дж, Ван Хорна, Дж, Ваховича, М. Йенсена, Р.

Масюлиса, У. Меклинга, Р. Мертона, М. Миллера, Ф. Модильяни, Р. Радк-

лиффа, У. Шарпа, Дж. Уильямса, Дж. Уорнсра 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, Л.Дж. Гитмана, Б. Гринвалда, М.Д. Джонка, МЛІ. Крейниной, В.В, Ковалева, Д. Кидуэлла, С. Майерса, Б.С. Стояновой и др.

Специфика формирования источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий в условиях рыночных преобразований экономики России раскрыта в работах И.Т. Балабанова, B.C. Барда, В.С Ивановского,

5 И.В- Ивашковской, Л.Л. Игониной, А.З. Дадашева, Т.Н. Даниловой, В.А. Слепова, Д.Г. Черника и др.

Однако, несмотря на *всю*ценность проведенных исследований, многие существенные аспекты оптимизации 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 предприятия.

Теоретическая и практическая значимость проблемы оптимизации 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 к формированию структуры источников финансирования инвестиционной деятельности российских предприятий и разработке методического инструментария, обеспечивающего се оптимизацию.

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 оптимизации структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия;

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

проанализировать структуру источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий;

исследовать взаимосвязь структуры источников финансирования предприятий и результатов их деятельности;

- обосновать принципы анализа формирования оптимальной струк  
туры источников финансирования инвестиционной деятельности предпри  
ятия;

- 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 по поводу управления структурой источников финансирования инвестиционной деятельности на современном этапе экономического развития России.

Область исследования по паспорту специальности 08\*00.10: I. Теория и методология финансов: 1.4. Финансы инвестиционного процесса, финансовый инструментарий инвестирования; 3. Финансы предприятий и организаций: 3,7. Источники финансирования компаний и проблемы оптимизации структуры капитала.

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 использова-

7 ны концептуальные положения теории экономических систем, воспроизводства, переходной экономики, инвестиций, структуры капитала, стоимости фирмы.

**Инструментярно-мстодический аппарат работы- В**основу исследования поставленной проблемы положены системный и воспроизводственный подходы. В ходе решения частных задач использованы методы ситуационного, сравнительного, стратегического, финансового и экономико-математического анализа, статистических исследований, экспертных оценок.

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

8 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 и воспроизводственного 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 (субъектов, объектов и экономических отношений, возникающих *в*процессе инвестиционной деятельности), 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 дохода и рост инвестиционной стоимости предприятия,

2. Инвестиционная деятельность предприятий в условиях рыночной модели инвестирования связана с поиском эффективных решений в области определения возможных источников финансирования инвестиций, способов их мобилизации и использования. Система финансового обеспечения инвестиционной деятельности предприятий представляет собой единство источников, методов и инструментов финансирования инвестиционной деятельности. Она складывается в результате функционирования финансовых отношений предприятия по поводу аккумулирования внутренних и внешних источников финансирования инвестиционной деятельности посредством использования определенных методов и инструментов с целью формирования инвестируемого капитала предприятия; указанные отношения составляют экономиче-

9 ское содержание финансирования инвестиционной деятельности предприятия. Основными методами финансирования инвестиционной деятельности предприятия являются: внутреннее самофинансирование, акционерное финансирование, кредитное финансирование, лизинговое финансирование, бюджетное финансирование, и смешанное финансирование; их реализация осуществляется посредством соответствующих им инструментов.

3, Исследование основных подходов к оптимизации структуры источни  
ков финансирования инвестиций свидетельствует о том, что распространен  
ный в финансовом анализе бухгалтерский подход, строящийся на основе рет  
роспективных показателей деятельности предприятий для оценки оптималь  
ности структуры капитала, не позволяет выстроить политику финансирова  
ния инвестиционной деятельности, адекватную целям долгосрочного роста  
предприятия; методологической основой оптимизации структуры источников  
финансирования инвестиций служит подход, сформированный в процессе  
эволюции теорий структуры капитала, устанавливающий взаимосвязь струк  
туры капитала и рыночной стоимости предприятия, критерии оптимизации  
структуры капитала и необходимость учета воздействующих на нее факто  
ров. Его адаптация *к*задаче оптимизации структуры источников финансиро  
вания инвестиций позволяет обосновать инвестиционно-финансовый подход,  
в соответствии с которым оптимальная структура источников финансирова  
ния инвестиционной деятельности предприятия формируется при таком со  
отношении всех форм собственного и заемного капитала, при котором дости  
гается максимизация инвестиционной стоимости предприятия с учетом до  
пустимого риска и требуемой нормы доходности.

4. Существенными особенностями формирования источников финанси  
рования инвестиционной деятельности предприятий в условиях рыночных  
преобразований российской экономики являются качественные сдвиги в  
структуре источников финансирования инвестиций, связанные со снижением  
доли бюджетных ассигнований при росте доли собственных средств пред  
приятий, частных инвестиций и заемных средств. Однако совокупный объем

10 и структура источников финансирования инвестиций в производственной сфере не является в полной мере адекватным для устойчивого инвестиционного развития экономики. В последние годы укрепление финансового положения, рост финансовых результатов предприятий позволили им переориентировать значительную часть финансовых ресурсов, прежде всего, прибыли, на инвестиционные цели, увеличить объемы инвестиций в основной капитал. Однако собственные инвестиционные ресурсы предприятий недостаточны для решения задач модернизации и обновления основного капитала, что определяет существенную потребность во внешних источниках инвестиционной деятельности.

5. Анализ структуры источников финансирования инвестиционной деятельности (на примере ряда российских телекоммуникационных компаний) свидетельствует о сохранении высокой доли собственных финансовых ресурсов (прежде всего, прибыли). Однако темпы роста прибыли не обеспечивают покрытие возрастающих инвестиционных потребностей предприятий, связанных с их развитием и техническим переоснащением. Как следствие, наблюдается значительный прирост объема и доли внешнего финансирования инвестиций, при этом собственный капитал все более играет роль потенциала для привлечения заемных финансовых средств. В структуре заемных инвестиционных ресурсов традиционно важную роль играют банковские кредиты. Вместе с тем в последние годы предприятия все шире используют инвестиционные инструменты фондового рынка, Для телекоммуникационных компаний наиболее характерным фондовым инструментом финансирования инвестиций явилась эмиссия облигационных займов.

6. Исследование взаимосвязи структуры источников финансирования российских предприятий и результатов их деятельности показало существенную зависимость результативности деятельности телекоммуникационной компании от структуры источников финансирования ее инвестиционной деятельности. В тоже время оно подтвердило, что бухгалтерский подход к проблеме анализа структуры капитала, реализуемый на основе традиционных

приемов оценки величины и соотношений собственного и заемного капитала предприятия, не позволяет объективно судить об адекватности и оптимальности политики финансирования инвестиций стратегическим целям предприятия. Высокие темпы развития компаний при недостаточности собственных источников приводят к быстрому росту заемного капитала. Это неизбежно вызывает изменение структуры капитала, выраженной через отношение заемного капитала к собственному. При этом если для компании существует некое оптимальное соотношение долга и собственного капитала, а фактическая структура финансирования отклоняется от такого целевого уровня, это негативно сказывается на стоимости бизнеса.

7. Обоснование принципов анализа и формирования структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия осуществляется в рамках системного подхода, так как оптимизация структуры капитала компании требует целого ряда сложных и многогранных решений. Эти решения касаются набора конкретных финансовых инструментов; графика и планирования денежных поступлений и выплат разным категориям инвесторов; рисков, возникающих при использовании разных финансовых инструментов, и методов их контроля; правовых условий заключаемых договоров; структурирования сделок. Поэтому принципы анализа и формирования оптимальной структуры капитала, отличающие финансово-инвестиционный подход к соотношению заемного и собственного капиталов, должны включать: учет альтернативных издержек, трансформацию сложной структуры финансовых ресурсов инвестирования, оценку соответствия сроков привлечения источников финансирования инвестиционной деятельности целям их использования, использование их рыночной оценки,

8. Модель инвестиционно-финансового выбора источников финансирования инвестиционной деятельности предполагает, что понятие инвестиционной стоимости компании связано с суммой дисконтированных потоков свободных денежных средств, которые инвестор ожидает получить в будущем. У предприятия, применяющего заемный капитал для развития, в ставке

12 дисконтирования отражаются минимально допустимые ставки доходности, требуемые как кредиторами, так и собственниками; совокупные требования к доходности, предъявляемые двумя типами инвесторов, формируют единую ставку средневзвешенных затрат на капитал с учетом пропорции заемных и собственных средств в общем объеме источников финансирования инвестиционной деятельности. С позиций инвестиционно-финансового подхода данная модель, с одной стороны, выражает ожидания инвесторов относительно конкретного предприятия и поэтому является критерием инвестиционных ожиданий, а, с другой стороны, отражает бремя выполнения требований инвесторов. Совокупная ставка средневзвешенных затрат на капитал, характеризующая затраты на привлечение капитала, должна быть обязательно покрыта заработанным доходом. Поэтому она является критериальной величиной доходности инвестиций, которые формируют будущие потоки денежных средств и стоимость компании.

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

уточнено на основе комбинирования методологического инструментария системного и воспроизводственного подходов экономическое содержание инвестиционной деятельности предприятия как системы экономических отношений, связанных с динамическим процессом мобилизации инвестиционных ресурсов и их трансформации в инвестиционные вложения в целях прироста инвестируемого капитала в форме дохода и роста инвестиционной стоимости предприятия с учетом изменений внутренней и внешней среды;

определено понятие финансирования инвестиционной деятельности предприятия как системы финансовых отношений предприятия, связанных с мобилизацией внутренних и внешних источников финансирования инвеста-

**13**ционной деятельности посредством использования особых методов и инструментов с целью формирования инвестируемого капитала предприятия;

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;

па основе анализа процесса формирования источников финансирования инвестиционной деятельности российских предприятий, определена специфика их формирования, проявляющаяся в том, что у быстрорастущих предприятий, к которым относятся исследуемые компании, наблюдается снижение роли собственного капитала при значительном приросте объема и доли внешнего финансирования инвестиций; установлена взаимосвязь структуры источников финансирования и финансовых результатов их деятельности, выражающаяся в существенном влиянии уровня финансового левериджа на изменчивость чистой прибыли и рентабельность собственного капитала;

обоснована система принципов анализа и оптимизации структуры источников финансирования инвестиционной деятельности, включающая: учет альтернативных издержек; соответствие сроков финансирования источников инвестиционной деятельности целям их использования, трансформацию сложной структуры финансовых ресурсов инвестирования, использование оценки инвестиционной стоимости предприятия;

на основе инвестиционно-финансового подхода разработаны модель инвестиционно-финансового выбора, обеспечивающая оптимизацию структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий, и методический инструментарий, содержащий комплекс методов расчета, а также количественной и качественной оценки элементов и параметров модели.

**14 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»), «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, Ставрополь, Сочи в 2004 - 2006 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 6 научных публикациях соискателя общим объемом 2,9 п. л., из них авторский вклад - 2,7 п.л.

**Структура диссертационной работы.**Исследование состоит из введения, трех глав, включающих восемь параграфов, заключения, списка исполь- *-*зеванных источников (175 наименований). Работа содержит 15 таблиц и 25 рисунков.

## Экономическое содержание инвестиционной деятельности предприятий

Инвестиционная деятельность играет ключевую роль в фундаментальных экономических процессах, протекающих как на уровне всей экономики, так и на уровне отдельных предприятий. От ее качественных и количественных характеристик зависит производственный потенциал страны, эффективность его функционирования, отраслевая и воспроизводственная структура общественного производства, направленность стратегий социально-экономического развития общества.

Приоритетная значимость инвестиционной деятельности обусловливает научный интерес к исследованию ее экономического содержания. Хотя этой проблеме посвящено большое количество опубликованных работ, она не нашла законченного решения и остается дискуссионной- Анализ экономической литературы свидетельствует о наличии существенных разночтений в определениях инвестиционной деятельности и ее понятийного ядра - инвестиций.

Рассмотрим основные подходы к определению понятий «инвестиции», «инвестиционная деятельность» и выделим их существенные свойства.

В наиболее общей трактовке термин «инвестиции» выражает вложения капитала с целью его дальнейшего возрастания1. Так, Л. Дж, Гитман и М.Д. Джонк определяют инвестиции как «способ помещения капитала, который должен обеспечить сохранение или возрастание стоимости капитала и (или) принести положительную величину дохода» . Вместе с тем в экономической литературе содержатся и иные позиции. Согласно одной из них предлагается различать категорию «инвестиций» и «вложений капитала», поскольку инвестициям в отличие от вложений капитала присущ производительный характер. При этом под инвестициями понимается, как правило, приобретение средств производства, а под вложениями капитала - покупка финансовых активов, В частности, K.JL Макконелл и С.Л. Брю трактуют инвестиции как расходы на строительство новых заводов, на станки и оборудование с длительным сроком службы»2, Э. Дж. Долан и Д. Е Линдсей - как прирост материальных ценностей - все расходы, которые непосредственно способствуют росту общей величины капитала в экономической системе .

При этом инвестиции по существу отождествляются с капитальными вложениями. Отметим, что такой подход доминировал в советской экономической литературе, где инвестиции традиционно рассматривались как процесс, отражающий движение стоимости в ходе воспроизводства основных фондов4. Это отражало специфику отечественной экономики и характерного для нее механизма общественного воспроизводства,

С развитием рыночных отношений в отечественной экономической литературе стал формироваться новый подход к сущности инвестиций, основывающийся на признании связи инвестиций с приростом капитальной стоимости в форме дохода как мотива инвестиционной деятельности, рассмотрении инвестиций в единстве ресурсов, вложений и отдачи вложенных средств, а также включении в состав объектов инвестирования любых вложений, дающих доход (прибыль) илк иной полезный эффект ,

Указанный подход нашел свое отражение в российском законодательстве, где инвестиции определяются как денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта1.

## Особенности формирования источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий в российской экономике

Современные проблемы и особенности финансирования инвестиционной деятельности российских предприятий во многом были предопределены ошибками и просчетами в период радикальных преобразований российской экономической системы в начале 90-х годов XX века. Рыночные реформы, осуществляемые в короткие сроки посредством проведения либерально-монетаристской экономической политики, отсутствие запаса времени для эволюционного возникновения и развития эффективных рыночных отношений и институтов, обусловили серьезные трудности деятельности хозяйствующих субъектов. Глубокий системный экономический кризис, охвативший в условиях переходного периода все сферы хозяйственной жизни, проявлялся в существенном спаде производства, сокращении объемов реальных инвестиций. Инвестиции в основной капитал к 1998 г, сократились до 20,9% от уровня 1990 г. (приложение А). Одними из главных характеристик системного кризиса, как отмечают многие исследователи, стали обособление реального и финансового секторов экономики , отток инвестиций из реального ее сектора в финансовый и доминирование непроизводительных функциональных форм.

В период рыночных преобразований в России ведущим направлением изменения структуры источников финансирования инвестиций явилось снижение доли бюджетных ассигнований м увеличетвд доли собсідашімх средств предприятий, чйсгхтт инвестиций и яаешшх средств Однако масштабное св ршмкнеучааия государства в ретттт инвестиций было вызвана т шпько сменой модели экономики, но и режим сокращением государственных доходов в условиях экономического спада. Существенное сокращение инвестиций за счет федерщыщро и региональных бюджетов, фонда государственной яодцержки приоритетных отраслей обусловили перенос центра гяжестя в государственной тттттщттои политике ла частные структуры: предприятия, банки, население. Эти процесш постепенно модифицировали структуру инвестиционного капитала по формам собственности и источникам финансирования (рисунок 2.1).

## Принципы анализа и формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия

Характерной особенностью развития инвестиционной деятельности коммерческих предприятий в России на современном этапе, как показали исследования, является рост многообразия привлекаемых, источников финансирования. Это актуализирует для отечественных компаний задачу поиска критериев и моделей оптимизации структуры источников финансирования инвестиционной деятельности, обеспечивающих достижение долгосрочных целей.

Стратегическая важность решений по структуре капитала связана с тем, что высокие затраты на капитал, возникающие как при недоиспользовании, так и при чрезмерном вливании кредитных ресурсов, создают препятствия для развития компании. Во-первых, ей предстоит двигаться по ее кривой жизненного цикла с более высокими требованиями к доходности вложенного капитала, быть гораздо более жесткой и избирательной в отборе инвестиций, поскольку не всякие привлекательные потенциальные направление инвестирования будут удовлетворять слишком высоким требованиям к доходности капитала- Во-вторых, поскольку у компании возникнут дополнительные ограничения на инвестиционные возможности, она не сможет быть достаточно гибкой и маневренной в конкуренции. Высокие затраты на капитал будут превращаться в тормоз для быстрого и, главное, эффективного реагирования на изменяющиеся тенденции развития рынков сбыта. В-третьих, если пропорция заемного и собственного капиталов не является оптимальной, усугубляется конфликт интересов профессионального менеджмента и собственников, или агентский конфликт. Он может проявляться в трансформации мотивации менеджмента, формировании эгоистичного стиля принятия инвестиционных решений, ведущего к реализации неэффективных проектов, а также особо рисковых проектов. Наконец, слишком высокая доля заемного капитала не может оставаться незамеченной приверженными ей контрагентами по бизнесу - клиентами и поставщиками, входящими в категорию так называемых заинтересованных лиц компании. Рациональное поведение таких контрагентов будет вести их к поиску других вариантов, а это, в свою очередь, послужит толчком к ухудшению взаимоотношений, условий договоров, сворачиванию объемов, падению выручки, сокращению потоков денежных средств.

Развитие российского финансового рынка открывает для компаний новые возможности по привлечению капитала. Тщательное выстраивание политики финансирования способно послужить для них одним из факторов создания стоимости. В качестве примера могут служить российские телекоммуникационные компании. Высокие темпы их развития в последние годы при недостаточности собственных источников, как показали исследования, проведенные в работе, приводят к быстрому росту заемного капитала. Это неизбежно вызывает изменение структуры капитала, выраженной через отношение заемного капитала к собственному. При этом, если для компании существует некое оптимальное соотношение долга и собственного капитала, а фактическая структура финансирования отклоняется от такого целевого уровня, что негативно сказывается на стоимости бизнеса. Из-за быстрого роста подобные компании должны активно выстраивать свою структуру капитала в соответствии с целевыми установками, которые опираются на понимание оптимальной структуры капитала. Только это позволит им в полной мере реализовать заложенный потенциал увеличения рыночной стоимости бизнеса. Однако для того? чтобы принимать эффективные решения в политике финансирования, необходимо четкое представление о том, каков оптимальный уровень заемного капитала относительно собственного.