

На правах рукописи

Айларов Тарас Сергеевич

**ИСТОЧНИКИ РЕАЛЬНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ И ИХ ВЛИЯНИЕ
НА ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ**

Специальность 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит»

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание учёной степени кандидата экономических наук

Москва-2005

Диссертация выполнена на кафедре «Финансы» Академии бюджета и казначейства Министерства финансов Российской Федерации

Научный руководитель: кандидат экономических наук, доцент
Коренева Валентина Николаевна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Грибов Владимир Дмитриевич

кандидат экономических наук, доцент
Остапенко Виктор Васильевич

Ведущая организация **Российская академия предпринимательства**

Защита состоится «__» декабря 2005 года в «__» часов на заседании диссертационного совета Д226.001.01 в Академии бюджета и казначейства Министерства финансов Российской Федерации по адресу: 101990, г. Москва, Малый Златоустинский пер., д.7, ауд. 203.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Академии бюджета и казначейства Министерства финансов Российской Федерации.

Автореферат разослан «__» ноября 2005 года.

**Учёный секретарь
диссертационного совета,
кандидат экономических наук, доцент**



В.Н. Коренева

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Степень разработанности проблемы. Актуальность исследования.

Переход российской экономики от командно-административной к рыночной сопровождался острым дефицитом источников финансирования инвестиций и характеризовался сокращением бюджетного финансирования, хроническим срывом выполнения государственных инвестиционных программ, незначительной способностью российских предприятий к самофинансированию, снижением доли банковских кредитов в источниках инвестирования. На современном этапе проблема изыскания инвестиционных ресурсов выходит на первый план, так как их наличие является определяющим фактором экономического роста.

Такая ситуация в экономике поставила перед учеными и практиками много вопросов относительно возможных методов привлечения инвестиционных ресурсов, целесообразной с экономической точки зрения цены привлекаемых средств, их влияния на финансовый результат работы предприятий и другие. Большая часть поставленных вопросов в настоящее время все еще остается без ответа.

Инвестиционный кризис в подотрасли "связь" оказался менее глубоким, чем общеэкономический. Активное внедрение новых инфокоммуникационных технологий и продуктов, пользующихся значительным спросом со стороны населения и юридических лиц, позволило ведущим компаниям отрасли выйти на положительный уровень рентабельности, осуществить масштабные капитальные вложения. Однако специфика деятельности в данном секторе такова, что инвестиционный процесс должен носить постоянный и четко выверенный характер с возможностью прогнозирования влияния текущего инвестирования на финансовые результаты в будущих периодах. Существуют также



направления деятельности (например, доставка программ телерадиокомпаний), в рамках которых масштабные капитальные вложения в обновление основных фондов ещё не производились, в то время как в этом имеется насущная необходимость в связи с внедрением новых (цифровых) технологий в телекоммуникационной отрасли.

Таким образом, актуальность темы диссертационного исследования обусловлена:

- потребностью выявления возможных источников финансирования реальных инвестиций;
- необходимостью экономического обоснования целесообразности привлечения возможных источников реального инвестирования;
- отсутствием методических подходов к оценке степени влияния источников реального инвестирования на финансовый результат работы предприятий и их финансовую устойчивость.

Вопросам реального инвестирования посвящено большое количество научных работ отечественных и зарубежных учёных, среди которых значительный вклад в исследование проблем инвестиционной деятельности предприятий внесли Н.В. Абросимов., И.Т. Балабанов, В.С. Бард, Г. Бирман, И.А. Бланк, Ю. Блех, В.В. Бочаров, Р. Брейли, Ю. Бригхем, П.И. Вахрин, Е.В. Грацианский, В.А. Керов, М.И. Кныш, М.Н. Крейнина, П.И. Вахрин, У. Гетце, В.Г. Золотогоров, В.В. Ковалев, Б. Коласс, С. Майерс И.В. Сергеев, Б.А. Перекатов, Ю.П. Тютиков, В.В. Шеремет и другие.

Однако многие вопросы, связанные с темой диссертационного исследования, решение которых имеет важное научное и практическое значение, в методическом плане проработаны недостаточно. Анализ отечественной и зарубежной экономической литературы показал: отсутствует детальная классификация источников финансирования инвестиций; нет четкого разделения понятий метода и формы финансирования инвестиций; недостаточно проработаны в методическом

плане подходы к выбору и обоснованию инвестиционных источников; отсутствуют методологические подходы к оценке влияния отдельных заемных источников инвестирования на финансовый результат работы предприятий.

Все это дает основание считать, что тема диссертационной работы является актуальной как с теоретической, так и с практической точек зрения.

Цель и задачи исследования.

Целью диссертационного исследования явилась разработка научно обоснованных рекомендаций по выбору и экономическому обоснованию источников финансирования реальных инвестиций, а также оценке их влияния на финансовый результат работы хозяйствующего субъекта. Для достижения поставленной цели потребовалось решить следующие задачи:

- обобщить научную литературу по проблемам инвестиционной деятельности и расчёта стоимости капитала;
- изучить и проанализировать нормативно-правовые акты, регулирующие инвестиционную деятельность и порядок привлечения инвестиций из различных источников;
- уточнить понятийный аппарат в области финансирования инвестиций и исследовать взаимосвязь методов и форм финансирования инвестиций;
- изучить существующие в экономической теории методологические и методические подходы к оценке стоимости капитала;
- проанализировать структуру и цену источников реального инвестирования в телекоммуникационных компаниях;

- предложить подход к выбору и экономическому обоснованию источников реального инвестирования в телекоммуникационных компаниях.

- разработать методику оценки влияния заемных источников реального инвестирования на финансовый результат работы предприятий и апробировать её по данным ведущих телекоммуникационных компаний.

Перечисленные задачи, по мнению автора, представляют научную проблему, имеющую важное значение для повышения эффективности инвестиционной политики предприятий.

Объект и предмет исследования.

Объектом исследования являются вошедшие в выборку телекоммуникационные компании, реализующие наиболее востребованные на рынке услуги связи (ФГУП «РТРС», ОАО «Южная телекоммуникационная компания», ОАО «Центртелеком», ОАО «Дальсвязь»).

Предметом исследования являются источники финансирования реальных инвестиций, их выбор, обоснование и влияние на финансовый результат деятельности предприятий.

Методология и методы исследования.

При разработке теоретических и методологических положений, практических рекомендаций использовались научные работы отечественных и зарубежных ученых в области финансового менеджмента, экономической теории, общей теории статистики. В процессе исследования применялись методы диалектической логики, общенаучные методы познания (абстракция, синтез, анализ, индукция, дедукция), системный подход, статистические методы, а также методы финансово-экономического анализа. Расчёты и анализ данных осуществлялись с использованием программного пакета Microsoft Excel 2000.

Информационной базой исследования явились законодательные и нормативные акты РФ, регулирующие инвестиционную деятельность в Российской Федерации, данные Госкомстата, данные отчетности телекоммуникационных компаний - ФГУП «РТРС», ОАО «Центртелеком» (далее ОАО «ЦТК»), ОАО «Дальсвязь», ОАО «Южная телекоммуникационная компания» (далее ОАО «ЮТК») и информационные ресурсы сети Интернет.

Научная новизна.

Научная новизна и теоретическая значимость исследования состоит в следующем:

- уточнен понятийный аппарат в области финансирования реальных инвестиций, на основе чего определена взаимосвязь между источниками, методами и формами финансирования инвестиций;
- обоснована целесообразность совмещения используемых в зарубежной и отечественной практике подходов к классификации инвестиций для целей более полного учёта специфики деятельности хозяйствующих субъектов и формирования оптимальной структуры инвестиционных источников;
- разработана методика оценки эффективности использования различных источников реального инвестирования и его влияния на финансовый результат работы предприятий;
- предложен методический подход к экономическому обоснованию и выбору источников финансирования инвестиций;
- предложена методика определения максимально возможного объёма краткосрочных займов, привлекаемого на цели инвестирования.

Практическая значимость исследования

Результаты диссертационной работы могут быть использованы в практической деятельности компаний, функционирующих на рынке услуг связи при экономическом обосновании, выборе отдельных источников

реального инвестирования и оценке их влияния на финансовый результат деятельности хозяйствующего субъекта.

Внедрение результатов диссертационного исследования в практическую деятельность компаний позволит повысить эффективность инвестиционной деятельности, улучшить финансовое состояние, а также избежать негативного влияния заемных источников реального инвестирования на финансовый результат работы хозяйствующих субъектов.

Научные положения диссертационного исследования обсуждались и на конференции молодых учёных и аспирантов Академии бюджета и казначейства МФ РФ и на научно-практической конференции по финансовой математике Академии бюджета и казначейства МФ РФ, проведенных в 2004-2005гг.

Результаты исследования опубликованы в двух статьях автора общим объёмом 2,69 п.л.

Апробация результатов исследования

Основные результаты исследования были использованы ФГУП «Российская телевизионная и радиовещательная сеть» при разработке концепции инвестиционной деятельности предприятия на 2005г., что подтверждено справкой о внедрении.

Структура диссертации

Структура диссертации обусловлена целью и задачами исследования. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка использованной литературы и приложений.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В первой главе работы рассмотрены подходы представителей различных научных школ к определению понятия «инвестиции», изложены современные российские и подходы к классификации инвестиций и источников инвестирования.

Предложен подход к определению форм и методов финансирования инвестиций.

В словаре русского языка дано следующее определение «метода» и «формы»: «метод – это способ практического осуществления чего-нибудь; форма – это внешнее выражение чего-нибудь, обусловленное определенным содержанием».

Исходя из приведенных определений представляется возможным использование как словосочетаний «методы финансирования инвестиций», так и «формы финансирования». Однако в целях избежания путаницы, механизм привлечения источников инвестирования будем называть *методом* финансирования инвестиций. Под *формой* финансирования инвестиций далее будет пониматься внешние проявления сущности метода. Таким образом, отдельно взятый метод финансирования может иметь свои формы внешнего проявления. При этом выделяемые в рамках конкретного метода формы объединяет их экономическая сущность, которая позволяет относить их именно к данному методу финансирования инвестиций.

Например, привлечение кредита и эмиссия облигаций являются формами заемного финансирования (которое нами рассматривается как метод финансирования), так как их привлечение отвечает условиям возвратности, срочности и платности и позволяет объединить их в рамках одного метода финансирования инвестиций.

Во второй главе работы изложены подходы к определению цены источников реального инвестирования, определены факторы, оказывающие влияние на значение данного показателя, рассмотрена структура финансирования реальных инвестиций на макроуровне и в рамках обследуемой выборки, приведены и проанализированы результаты расчёта цены источников реального инвестирования, предложена методика оценки влияния использования заёмных инвестиционных источников (как

совокупных заёмных источников, так и отдельно банковских кредитов и прочих займов) на финансовый результат деятельности предприятий.

При определении цены различных инвестиционных источников широко используются следующие подходы.

Цена собственных источников инвестирования (нераспределенная прибыль, амортизационные отчисления).

Относительно цены собственных источников инвестирования существует две точки зрения. Первая состоит в том, что они являются бесплатным источником. Сторонники второй точки зрения считают, что хотя использование собственных источников финансирования и не предполагает никаких явных выплат (таких как процент или дивиденд), они все-таки имеют свою цену.

В теории вторая точка зрения является наиболее распространенной, на практике же редко прибегают к определению стоимости собственных источников.

а) Цена источника «нераспределенная прибыль».

К определению цены нераспределенной прибыли выделяют два основывающихся на альтернативных затратах подхода.

Первый, основанный на следующих допущениях:

- предполагается, что целью деятельности любого предприятия является максимизация благосостояния своих акционеров;
- предполагается, что финансовые рынки совершенны и экономически эффективны, а действия акционеров рациональны;
- предполагается, что акции анализируемого предприятия должны котироваться на бирже.

В рамках данного подхода, ценой источника «нераспределенная прибыль» является доходность, которую требуют акционеры от обыкновенных акций хозяйствующего субъекта (r_e).

На практике предприятие может либо выплатить полученную прибыль в качестве дивидендов, либо инвестировать ее на развитие производства. Если прибыль инвестирована, то альтернативные затраты от ее использования (цена источника) определяются следующим: акционеры могли бы получить эту прибыль в качестве дивидендов и далее вложить ее в какие-либо ценные бумаги, на депозит в банке и т.п. Это означает, что доходность от использования нераспределенной прибыли на развитие производства, как минимум, должна быть равна доходности, которую могут получить акционеры от альтернативных инвестиций с эквивалентным риском, ее величина будет соответствовать r_e .

Поэтому если предприятие не может инвестировать нераспределенную прибыль так, чтобы получить доходность большую чем r_e , то ему следует выплатить эти доходы своим акционерам, чтобы те сами инвестировали эти средства в различные активы, обеспечивающие r_e .

Оценить доходность, которую требуют акционеры от обыкновенных акций (цена источника, обозначаемая r_e), можно используя следующие методы:

1. модель оценки доходности финансовых активов (CAPM);
2. модель дисконтированного денежного потока.

Второй подход применим в отношении предприятий любой организационно-правовой формы. Стоимость нераспределенной прибыли, как источника финансирования инвестиций в рамках этого подхода определяется исходя из доходности альтернативных вложений. То есть, для определения цены нераспределенной прибыли необходимо проанализировать все альтернативные возможности ее использования. Эти возможности могут состоять из приобретения ценных бумаг, помещения средств на депозит в банке и других. Далее из существующих альтернатив выбирают ту, у которой наивысшая доходность. Доходность этой

альтернативы и будет ценой нераспределенной прибыли, как источника финансирования инвестиций.

Необходимо отметить, что цена нераспределенной прибыли (то есть доходность альтернативного вложения) не должна превышать доходности от инвестирования, в противном случае реализация анализируемого инвестиционного проекта нецелесообразна, целесообразной же будет реализация альтернативного вложения. Такой подход отличается относительной простотой его применения на практике.

б) Цена амортизационных отчислений.

Цена амортизационных отчислений, так же как и цена нераспределенной прибыли существует в неявном виде.

На наш взгляд, для определения цены амортизационных отчислений представляется рациональным использовать описанный выше второй подход определения цены нераспределенной прибыли.

Цена привлеченных источников инвестирования.

Цена обыкновенных акций, как источника финансирования инвестиций.

Определение цены средств, полученных от эмиссии обыкновенных акций, принято осуществлять в рамках определенных моделей, которые формируются в зависимости от политики начисления дивидендов. А значит, можно выделить столько моделей, сколько существует политик начисления дивидендов.

Наиболее распространенными являются следующие модели.

- Модель нулевого роста. Данная модель предполагает, что акционеры надеются в течение неопределенно долгого времени в будущем получать постоянный размер дивиденда. То есть $D_0 = D_1 = D_2, \dots = D_n$.

где D_0 – это дивиденд, выплачиваемый в текущем периоде;

P_0 – рыночная цена акции.

Так как размер выплачиваемых дивидендов постоянен, определить рыночную цену акции можно, используя формулу аннуитета:

$$P_0 = D_0 \times (1 - (1 + r_e)^{-n}) / r_e$$

где r_e – требуемая акционерами доходность (то есть цена привлеченных по средствам эмиссии обыкновенных акций средств).

Применив свойство бесконечных рядов получаем, что P_0 приближается к D/r , то есть формулу можем представить следующим образом:

$$P_0 = D_0 / r_e$$

следовательно

$$r_e = D_0 / P_0$$

• Модель постоянного роста. В рамках данной модели предполагается, что дивиденды на акцию, выплаченные за предшествующий период (D_0), будут увеличиваться в последующих периодах с темпом роста g . Тогда для расчёта можно использовать следующую формулу.

$$r_e = D_0 / P_0 + g$$

Цена инвестиционных ресурсов, полученных посредством эмиссии привилегированных акций.

Так как по привилегированным акциям выплачивается фиксированный дивиденд, расчет цены данного источника инвестирования относительно прост.

В литературе, посвященной вопросам инвестирования, к определению цены средств, полученных посредством эмиссии привилегированных акций, наиболее часто встречается следующий подход:

$$C_{\text{прив. акц.}} = D/P_0$$

где D – дивиденд, выплачиваемый на акцию;

P_0 – рыночная стоимость акции.

Цена заемных источников инвестирования.

Цена банковского кредита.

Цена банковского кредита принимается равной годовой процентной ставке по привлечённому предприятием кредиту.

$$Цб.к. = СВбк/БК,$$

Где СВбк – сумма выплат по банковским кредитам,

БК – сумма банковских кредитов, привлеченных предприятием в анализируемом периоде.

При условии привлечения банковского кредита на год, его цена (Цб.к.) может определяться следующим образом:

$$Цб.к. = СП \times (1 - СТн.п.),$$

где СП – годовая ставка процента, выплачиваемая по кредитному договору, %;

СТн.п. – ставка налога на прибыль, доли единицы.

Подобный подход основан на предположении, что вся сумма процентов, выплачиваемых по банковскому кредиту, относится в уменьшение налогооблагаемой прибыли. Если же проценты по

банковскому кредиту не уменьшают налогооблагаемую прибыль предприятия, то цена банковского кредита, привлекаемого на год, будет равна годовой ставке процента.

В рассмотренных выше формулах определения цены кредита, используется простой процент. Если при начислении процентов за пользование кредитом могут применяться основанные на сложных процентах схемы, то цена данного источника инвестирования, при условии его привлечения на год, будет равна эффективной ставке процента, то есть:

$$\text{Цб.к.} = (1 + \text{СП}/m)^m - 1,$$

где СП – годовая ставка процента, доли единицы,

m – количество начислений сложных процентов.

Цена инвестиционных ресурсов, мобилизованных посредством эмиссии облигаций.

Для определения цены данного источника инвестирования можно выделить два подхода:

1. Базируется на методе капитализации доходов и основывается на дисконтировании ожидаемых вследствие владения облигацией платежей.

В формализованном виде его можно представить:

$$P = \Pi_1/(1+r) + \dots + (\Pi_n + H)$$

где P – стоимость продажи облигации уменьшенная на сумму эмиссионных расходов; Π_1, Π_2, Π_n – купонные выплаты инвестору в моменты времени 1, 2 и n; H – номинал облигации.

Решив данное уравнение относительно g , получим цену инвестиционных ресурсов, мобилизуемых посредством выпуска облигаций.

2. Основан на соотношении процентных выплат (Π) по облигациям со средствами, мобилизуемыми посредством размещения облигаций (СМО):

$$C_{\text{обл}} = \Pi / \text{СМО}$$

Данные о составе и структуре отдельных источников инвестирования в их общей стоимости, используются для расчета совокупных расходов, генерируемых существующей структурой финансирования инвестиций. Такой показатель называют «средневзвешенная цена капитала» (ССК) и определяют по формуле:

$$\text{ССК} = \sum D_i \times C_i$$

где D_i – доля i -ого источника инвестирования в общей величине источников, в долях единицы; C_i – цена i -ого источника инвестирования, в процентах; n – количество источников финансирования инвестиций.

Приведенную формулу можно использовать и для расчета средневзвешенной стоимости заемных источников инвестирования. В этом случае под D_i – понимается доля i -ого заемного источника инвестирования в общей сумме заемных источников, под C_i – цена i -ого заемного источника инвестирования.

На средневзвешенную цену капитала влияет ряд факторов. Прежде всего, это цена и доля отдельных источников в структуре финансирования инвестиций, они оказывают прямое влияние. Помимо этого, существуют факторы, которые влияют на средневзвешенную стоимость капитала косвенно. К таким факторам можно отнести:

-ставку рефинансирования центрального банка;

- уровень инфляции;
- налоговые льготы по привлекаемым источникам инвестирования;
- существующие в рамках экономики риски;
- устанавливаемый коммерческими банками при кредитовании уровень маржи;
- ставка по государственным долговым обязательствам;
- ставка по банковским депозитам и другие факторы.

Как правило, показатель средневзвешенной цены капитала используется в инвестиционных расчетах: в качестве ставки дисконтирования – при экономическом обосновании инвестиционных проектов, в качестве критерия выбора – при формировании структуры финансирования инвестиций.

Данные о цене источников реального инвестирования в компаниях выборки приведены в таблице 1.

Таблица 1

Цена источников реального инвестирования в телекоммуникационных компаниях, вошедших в выборку

Компания	2001г.			2002г.			2003г.		
	СИ	БК	ПЗ	СИ	БК	ПЗ	СИ	БК	ПЗ
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ФГУП «РТРС»	0,04	0,28	-	0,05	0,17	-	0,04	0,22	-
ОАО «ЦТК»	0,04	0,23	0,18	0,05	0,26	0,16	0,04	0,12	0,12
ОАО «ЮТК»	0,04	0,09	-	0,05	0,09	0,16	0,04	0,07	0,12
ОАО «Даль-связь»	0,04	0,23	0,18	0,05	0,09	0,16	0,04	0,05	0,12
Средняя цена по выборке	0,04	0,21	0,18	0,05	0,15	0,16	0,04	0,12	0,12

Данные таблицы 1 отражают тот факт, что в среднем по выборке заемные средства (банковские кредиты и прочие займы) являлись более

затратными источниками финансирования, чем собственные средства компаний.

В целях анализа совокупных издержек, генерируемых сложившейся структурой инвестиционных источников, был рассчитан показатель средневзвешенной цены капитала (ССК), результаты расчёта приведены в таблице 2.

Таблица 2

Средневзвешенная цена капитала в телекоммуникационных компаниях, вошедших в выборку

Компания	Средневзвешенная цена капитала		
	2001г.	2002г.	2003г.
1	2	3	4
ФГУП «РТРС»	0,14	0,11	0,08
ОАО «ЦТК»	0,16	0,14	0,11
ОАО «ЮТК»	0,06	0,07	0,08
ОАО «Дальсвязь»	0,14	0,07	0,06

Анализируя данные таблицы 2, можно констатировать, что в 2001, 2002, 2003 годах наиболее затратной была цена финансирования реальных инвестиций в ОАО «Центртелеком» (ЦТК). Это обусловлено высокой ценой привлекавшихся компанией банковских кредитов, а также значительным удельным весом банковских кредитов в структуре финансирования инвестиций.

В целом для большинства компаний выборки в рассматриваемый период было характерно ежегодное снижение показателя средневзвешенной цены капитала, что связано со снижением процентных ставок и, соответственно, снижением цены заёмных источников.

Для оценки эффективности использования совокупных заёмных источников и отдельно банковских кредитов была предложена методика,

основанная на сопоставлении части прибыли предприятия, полученной вследствие инвестирования из того или иного источника, и стоимости данного источника в анализируемом периоде (п. 2.3. диссертационной работы).

Результат расчёта эффективности использования совокупных заёмных источников в компаниях выборки представлен в таблице 3.

Таблица 3

Эффективность использования совокупных заёмных источников в компаниях выборки в 2001-2003гг. (в процентах)

Компания	2001г.		2002г.		2003г.	
	Средневзвешенная цена заёмных средств (СЦЭС)	Эффективность использования заёмных средств (ЭЭС)	СЦЭС	ЭЭС	СЦЭС	ЭЭС
1	2	3	4	5	6	7
ФГУП «РТРС»	28,0	19,3	17,0	6,4	22,0	23,4
ОАО «ЦТК»	21,4	60,0	21,5	-4,9	12,0	9,3
ОАО «ЮТК»	9,0	75,9	9,3	35,7	8,6	7,1
ОАО «Дальсвязь»	20,5	35,9	9,2	13,2	7,3	-9,3

Данные о влиянии на финансовый результат отдельных заёмных инвестиционных источников отражает таблица 4.

Таблица 4

Рентабельность банковских кредитов и прочих займов в компаниях выборки (в процентах)

Компания	2001г.		2002г.		2003г.	
	Рентабельность банковских кредитов (РБК)	Рентабельность прочих займов (РПЗ)	РБК	РПЗ	РБК	РПЗ
ОАО «ЦТК»	50,0	60,0	-10,0	0,0	9,0	9,0
ОАО «ЮТК»	-	-	36,0	29,0	8,0	3,0
ОАО «Дальсвязь»	3,0	8,0	13,0	6,0	-0,07	-0,14

На основании данных приведённых выше таблиц сделан вывод о том, что большинство компаний выборки в достаточной степени эффективно использовали заёмные источники финансирования реальных инвестиций.

Отрицательный показатель эффективности был зафиксирован только в ОАО «ЦТК» в 2002 г. и в ОАО «Дальсвязь» в 2003г. Тем не менее, темп прироста показателя эффективности в периоды 2001-2002гг. и 2002-2003гг. у ОАО «Дальсвязь» и ОАО «ЮТК» был перманентно отрицательным.

Также следует отметить, что на финансовый результат оказывали отрицательное либо нулевое влияние привлечение банковских кредитов и прочих займов ОАО «ЦТК» в 2002г. и привлечение банковских кредитов и прочих займов ОАО «Дальсвязь» в 2003г.

Для разрешения сложившейся ситуации необходимо в рамках каждой компании проводить экономическое обоснование целесообразности привлечения того или иного источника реального инвестирования. Также в целях восполнения пробела в методических подходах по оценке влияния заемных источников реального инвестирования на финансовые результаты деятельности компаний выборки можно использовать методику, предложенную во второй главе работы и основывающуюся на анализе эффективности использования совокупных заёмных источников и отдельных видов заёмных источников.

Третья глава диссертационного исследования содержит рекомендации по расчёту пороговой цены заёмных источников, используемых для финансирования инвестиций в оборотный и основной капитал.

В качестве пороговой цены заёмных источников, используемых для инвестирования в оборотный капитал, предложено рассматривать цену, отвечающую условию $Цз.с < Rэ$, где $Цз.с$ – цена заёмных инвестиционных источников, $Rэ$ – экономическая рентабельность активов предприятия.

Для определения пороговой цены заёмных источников, привлекаемых в целях финансирования инвестиционных проектов, необходимо сопоставлять с показателем внутренней нормы доходности:

- цену заемного источника (Цз.и.) – если проект финансируется одним заемным источником;

- средневзвешенную стоимость заемных источников (ССЗИ) - если проект финансируется из нескольких источников.

Внутренняя норма доходности (ВНД) представляет собой значение ставки дисконтирования, при которой чистая дисконтированная стоимость инвестиционного проекта равна нулю.

Целесообразным является формирование такой структуры финансирования капитальных вложений, когда $ВНД > Цз.и.$ или $ВНД > ССЗИ$. Если $ВНД < Цз.и.$ или $ВНД < ССЗИ$, то расходы по внешнему финансированию превышают ожидаемые доходы, то есть привлечение источника или формирование рассматриваемой структуры финансирования является экономически не оправданным.

Предложен подход к расчёту максимального объёма *краткосрочных займов*, не оказывающего серьёзного отрицательного влияния на уровень финансовой устойчивости предприятия.

Для этого рекомендуется использовать следующее определение: максимально допустимая с точки зрения финансовой устойчивости величина краткосрочных заемных источников инвестирования (КЗИ) после их привлечения не должна превышать $(З+ДС-ДЗ)/2$, где

З – величина запасов;

ДС – денежные средства;

ДЗ – дебиторская задолженность.

На основании проведённого исследования были сделаны следующие выводы и предложен ряд рекомендаций.

Для экономики России инвестиции необходимы, прежде всего, для ускорения экономического роста и удвоения ВВП в среднесрочной перспективе. В области связи и телекоммуникаций активизация и

повышение эффективности инвестиционной деятельности необходимы для достижения следующих целей:

- недопущения морального и физического износа основных фондов во всех сферах деятельности;
- расширения и развития высокоэффективных инновационных видов деятельности;
- повышения технического уровня производства и снижения себестоимости оказываемых услуг;
- повышения качества и конкурентоспособности услуг;
- перехода услуг связи на новую технологическую основу (сети 3G в мобильной телефонии, массовое цифровое наземное вещание в телерадиовещании, широкополосный доступ в Интернет и т.п.).

Результаты диссертационного исследования показали, что одной из основных проблем последних лет в области реального инвестирования как на макро-, так и на микроуровне является необходимость эффективного планирования и увеличение масштаба осуществляемых инвестиций. В связи с этим выявление возможных источников реального инвестирования и повышение эффективности их использования носит не только теоретический характер, но и имеет практическую значимость.

К числу основных источников финансирования реальных инвестиций можно отнести:

- нераспределенную прибыль;
- амортизационные отчисления;
- кредитные ресурсы банковской системы и специализированных небанковских кредитно-финансовых институтов;
- средства, полученные от государства на безвозмездной и возмездной основах;
- средства, полученные в виде кредитов и займов от международных организаций и иностранных инвесторов;

- средства, полученные от эмиссии ценных бумаг;
- внутрисистемное целевое финансирование (поступление средств на конкретные цели от вышестоящих организаций).

В соответствии с предложенной в работе классификацией источники финансирования инвестиций можно сгруппировать по следующим признакам: по отношениям собственности; по видам собственности; по уровням собственников; по степени генерации риска; по способу привлечения; по объектам финансирования.

В диссертационном исследовании предпринята попытка разделения понятий «метод финансирования инвестиций» и «форма финансирования инвестиций» на основе их семантики.

В ходе анализа структуры финансирования инвестиций в основной капитал за период 2001-2004гг. на макроуровне была выявлена тенденция сокращения доли бюджетных средств, что свидетельствует об активном использовании российскими предприятиями собственных средств, а также банковских кредитов и прочих займов.

Имевшие место в 2001-2003 годах изменения в структуре финансирования реальных инвестиций в телекоммуникационных компаниях, вошедших в обследуемую выборку, отражают некоторое снижение доли собственных источников. При этом увеличивалась доля прочих (небанковских) займов.

Рекомендуется:

- в рамках каждой компании проводить экономическое обоснование целесообразности привлечения того или иного источника реального инвестирования;

- при разработке экономического обоснования целесообразности привлечения на цели реального инвестирования отдельного источника заемных средств оценивать его влияние на финансовый результат деятельности и на финансовую устойчивость компании, используя предложенные в диссертации методики;

- при анализе экономической целесообразности привлечения заемных источников реального инвестирования следует учитывать цели их привлечения, а именно, пополнение оборотных средств или финансирование капитальных вложений, рассчитывая в каждом конкретном случае предельную цену используемых инвестиционных источников

- для определения максимально возможного объема привлечения краткосрочных займов (КЗИ), не оказывающего отрицательное влияние на финансовую устойчивость предприятий, использовать следующее соотношение

$$КЗИ = (З + ДС - ДЗ) / 2, \text{ где}$$

З – величина запасов;

ДС – денежные средства;

ДЗ – дебиторская задолженность.

Результаты диссертационного исследования отражены в следующих публикациях:

1. Айларов Т.С. Расчёт цены источников реального инвестирования (на примере выборки телекоммуникационных компаний) М.: Спутник+, 2005 (ISBN 5-364-000-68-0) - 1,69 п.л.

2. Айларов Т.С. Расчёт эффективности использования источников реального инвестирования М.: Спутник+, 2005 (ISBN 5-364-000-69-9) – 1 п.л.

Изд. № 12-11-01

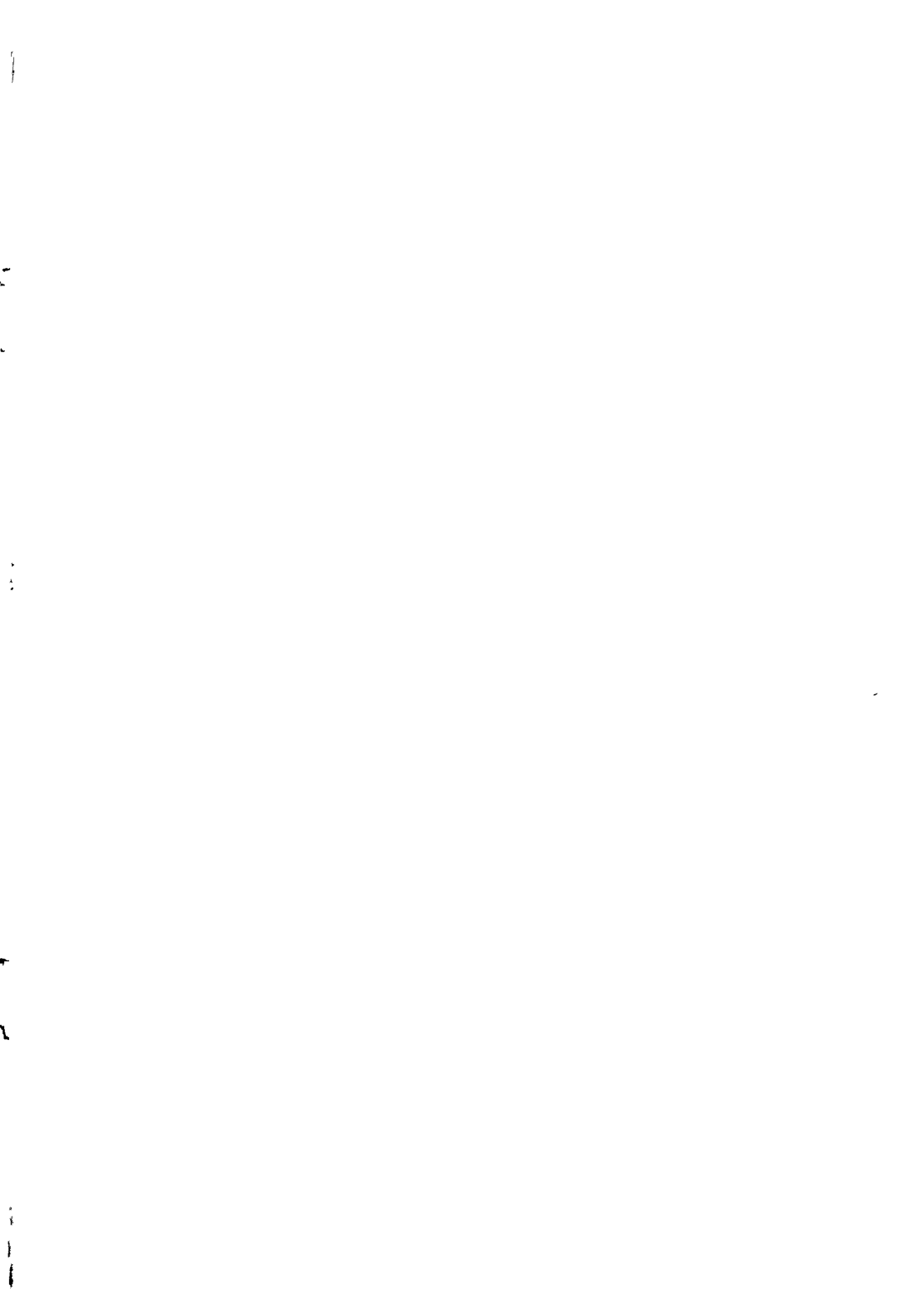
Объем 1,0 п.л.

Тираж 100

Заказ 735

Академия бюджета и казначейства

101990, Москва, Малый Златоустинский пер., 7.



№ 24 236

РНБ Русский фонд

2006-4

23403