



ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ

О. А. ПУЗАНКЕВИЧ

ВЛИЯНИЕ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА НА ЭФФЕКТИВНОСТЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

В статье исследуются основные теории оптимизации структуры капитала предприятия. Изучена структура капитала организации и ее влияние на эффективность корпоративного управления, определены внутренние и внешние источники финансирования, рассмотрены этапы процесса оптимизации структуры капитала.

Ключевые слова: корпоративное управление; оптимизация капитала; структура капитала; собственный капитал; заемный капитал; рентабельность капитала.

УДК 336.77

Введение. Обеспечение высокой эффективности корпоративного управления в компании является достаточно сложной и многомерной задачей. Безусловно, качество корпоративного управления связано с грамотной финансовой стратегией, которая опирается на определенные инструменты и методы, способствующие финансированию всех намеченных задач. Финансовая стратегия выступает одним из основных элементов общей системы корпоративного управления, так как включает в себя набор особых элементов, определяющих источники финансирования компании, особенности движения денежных потоков, а также показатели, характеризующие эффективность корпоративного управления. В современных реалиях эффективность корпоративного управления принимает четкие очертания успешного бизнеса, который стремится к развитию и совершенствованию. Однако известно, что невозможно развивать компанию без внедрения новых технологий, создания конкурентоспособных товаров и услуг, без их продвижения на новые рынки, что связано с реализацией инвестиционных проектов. Такие действия определяют будущее конкурентное положение компании на рынке, воплощение ее стратегии развития и носят долгосрочный характер.

Согласно Указу от 28.11.2022 № 411 «О важнейших параметрах прогноза социально-экономического развития Республики Беларусь на 2023 год» предусматривалось увеличение инвестиций в основной капитал в сопоставимых ценах по отношению к 2022 г. на 22,3 % [1]. По оперативной оценке Белстата фактический рост инвестиций по итогам 2023 г. составил 14,8 %. В стоимостном

Ольга Антоновна ПУЗАНКЕВИЧ (olga.bseu@gmail.com), кандидат экономических наук, доцент кафедры налогов и налогообложения Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).

выражении объем инвестиций в основной капитал — это 37,4 млрд р. Рост показателя в 2023 г. имел восстановительную динамику: в 2022 г. инвестиции в основной капитал уменьшились в сопоставимых ценах к 2021 г. на 19,1 % [2].

Более того, снижение инвестиций в сопоставимых ценах также отмечалось по итогам 2020 и 2021 гг. — на 6,0 и 5,5 % соответственно. В данном отношении возврат к росту инвестиций в основной капитал был практически необратимым, так как инвестиционная «депрессия» в стране продолжалась три года и рано или поздно должна была прерваться. В 2024 г. объем инвестиций уже составил 44,4 млрд р., что на 15,5 % больше, чем в 2023 г. Эти данные свидетельствуют о заинтересованности бизнеса в производстве и реализации более конкурентоспособных товаров и услуг не только на отечественном, но и зарубежных рынках [2].

Как известно, инвестиции в основной капитал представляют собой затраты на создание, приобретение и воспроизводство основных средств. Осуществление инвестиций требует значительного финансирования как за счет собственных, так и заемных источников. Собственный капитал является самым надежным и выгодным источником финансирования, однако не всегда организации имеют его в достаточном объеме. Заемные средства поступают из внешних источников на принципах платности и возвратности. В то же время важно не только привлечь достаточно средств для развития компании, но и правильно определить подходящую для нее структуру капитала, которая может обеспечить устойчивое развитие. Следовательно, оптимизация структуры капитала предприятия, а именно определение соотношения объемов собственного и заемного капитала, влияние их структуры на уровень прибыли, является актуальным и значимым аспектом в достижении эффективности корпоративного управления.

Основная часть. Структура капитала представляет собой один из важнейших элементов корпоративного управления, так как оказывает влияние на финансовое состояние компании. Построение оптимальной финансовой структуры капитала является наиболее важной задачей, поскольку наличие необходимого объема собственных средств обеспечивает финансовую независимость организации, а заемные ресурсы позволяют финансировать и развивать новые направления деятельности. Эффективная структура капитала является одной из самых актуальных тем в научных исследованиях по корпоративным финансам.

В теореме Ф. Модильяни и М. Миллера утверждается, что структура капитала не влияет на стоимость и эффективность фирмы, если не существует налогов. Однако их вторая гипотеза гласит о том, что при учете налога на прибыль использование заемного финансирования увеличивает стоимость компании, поскольку процентная ставка заемного капитала вычитается из налогооблагаемой базы. Это снижает расходы и в конечном счете увеличивает стоимость компании [3].

Отдавая приоритет долговому финансированию, организация может увеличить свою стоимость. Однако компания не должна злоупотреблять долговым финансированием, поскольку это создает риск банкротства. С. Росс также показал в своем исследовании, что когда уровень обязательств увеличивается, то это является положительной тенденцией на рынке, поскольку инвесторы думают, что компания может взять денежные средства в долг и погасить их, так как располагает определенным потенциалом [4]. Однако V. V. Acharya, L. H. Pedersen утверждали, что высокий уровень задолженности делает организацию уязвимой и рискованной для кредиторов. Кроме того, это увеличивает стоимость долга, возможность брать кредиты на выгодных условиях становится затруднительной [5].

Американский экономист М. Миллер расширил теорию ММ (теория утверждает, что рыночная стоимость компании рассчитывается с использованием ее доходности и рисков ее базовых активов, и что ее стоимость не зависит от того, как она финансирует свои инвестиции или распределяет дивиденды) и разработал новую версию, названную теорией компромисса. Для структуры капитала эта теория компромисса предполагает выбор компании между издержками, связанными с вероятностью банкротства и выгодой от экономии на налогах, в случае привлечения заемных источников. Поскольку совершенный рынок отсутствует, то компания, которая использует значительный объем заемных средств, имеет больше шансов попасть в финансовое бедствие. Джозеф Стиглиц заявил, что стоимость фирмы достигает высокого уровня, когда предельные издержки банкротства и преимущества предельных издержек налогового щита становятся равными [6]. Похожие результаты есть в исследованиях J. B. Warner и E. A. Altman. Они также обнаружили, что при достижении определенного порога заемных ресурсов вероятность возникновения финансовых трудностей повышается по мере увеличения суммы долговых обязательств [7; 8]. В результате теория компромисса представляет собой концепцию, которая рекомендует достигать оптимальной структуры капитала путем нахождения золотой середины между долгом и собственным капиталом.

Анализ научных публикаций показывает, что в большинстве случаев в работах рассматриваются отдельно вопросы привлечения капитала и формирования его оптимальной структуры. В связи с этим в данном исследовании мы попытались объединить теоретические аспекты с практической реализацией.

Целью настоящей статьи является обоснование научных подходов к разработке оптимальной структуры капитала компании, нацеленных на регулирование соотношения заемных и собственных источников финансирования в рамках эффективного корпоративного управления.

Формирование оптимальной структуры капитала, постоянно функционирующего в хозяйственном обороте организации, зависит от влияния различных факторов. На потребность в соответствующих ресурсах оказывают воздействие не только объем и структура активов, финансовых обязательств, но и сложившаяся ситуация в экономике страны. Это санкционные ограничения, инфляционные процессы, изменения цен на товары и услуги, спрос на рынке, задержки в денежных расчетах и другие непредвиденные обстоятельства. В связи с этим оптимальную величину (как и структуру) капитала необходимо обосновывать в первую очередь с учетом корпоративных целей и задач, которые, как правило, ориентируются на увеличение прибыли и стоимости компании. В данной ситуации важно стремиться не только к увеличению собственных источников, но и привлекать заемные ресурсы, которые дают возможность реализовывать намеченные мероприятия с соответствующим уровнем эффективности. Однако приобретение заемного капитала связано с дополнительными затратами, увеличением задолженности, что может отрицательно отразиться на финансовой устойчивости организации. Такая двойственность действия заемных средств, зависящая от многих факторов, требует в каждом отдельном случае обоснования и выбора оптимального варианта привлечения ресурсов. В связи с этим каждый хозяйствующий субъект определяет свои приоритеты, возможности и критерии при формировании оптимальной структуры капитала. При этом, как было сказано выше, оптимизацию структуры капитала возможно обеспечить только при эффективном корпоративном управлении, основанном на профессионализме в сфере товарного и финансового рынков.

В данной работе рассмотрена структура капитала белорусской транспортной компании, осуществляющей международные перевозки — ОАО «Автоинвест». Для обоснования оптимальной структуры капитала данной организа-

ции нами представлен алгоритм последовательности действий, которые можно представить в виде следующих этапов.

На *первом этапе* определяется процентное соотношение собственного и заемного капитала, а также анализируются коэффициенты его структуры.

На *втором этапе* осуществляется расчет эффективной (оптимальной) структуры капитала. Эффективность достигается за счет увеличения рентабельности собственного капитала и снижения уровня затрат на привлечение источников финансирования.

На *третьем этапе*, учитывая финансовую стратегию компании, обосновываются факторы, влияющие на структуру капитала.

На *четвертом этапе* производится учет и оценка факторов, влияющих на структуру капитала, анализируется соотношение источников финансирования, а также обосновывается оптимальная структура капитала.

Для того чтобы наглядно оценить эффективность алгоритма, сопоставить возможную и фактическую структуру капитала компании, за расчетный период возьмем 2023 – 2024 гг.

1. Анализ структуры капитала предприятия. Структура капитала ОАО «Автоинвест» на конец 2023 г. представлена в табл. 1.

Таблица 1. Структура капитала ОАО «Автоинвест» на конец 2023 г.

Источник финансирования	Наличие средств, тыс. р.	Структура средств, %
1. Собственный капитал	394 133	37,52
2. Заемный капитал	656 457	62,48
2.1. Долгосрочные обязательства	204 640	19,48
2.2. Краткосрочные обязательства	451 817	43,00
2.2.1. Заемные средства	130 000	12,37
2.2.2. Кредиторская задолженность	316 457	30,12
2.2.3. Иные краткосрочные обязательства	5 360	0,51
3. Итого источников финансирования	1 050 590	100

Примечание: наша разработка на основе [8].

Из таблицы видно, что заемный капитал предприятия в основном состоит из краткосрочных обязательств (68,83 % величины заемных средств). Данный факт свидетельствует о росте долгов и снижении платежеспособности организации, что требует пересмотра политики привлечения заемных средств.

В рамках данного этапа рассчитаем коэффициенты структуры капитала организации (табл. 2).

Таблица 2. Коэффициенты, характеризующие структуру источников финансирования ОАО «Автоинвест»

Показатель	Нормативное значение	Значение на конец 2023 г.
Коэффициент финансовой устойчивости	Не менее 0,4 – 0,6	0,38
Коэффициент концентрации заемного капитала	$\leq 0,5$	0,62
Коэффициент маневренности собственных оборотных средств	От 0,2 до 0,5	1,0
Коэффициент обеспечения запасов собственными средствами	От 0,6 до 0,8	0,95
Коэффициент структуры долгосрочных вложений	—	0,82

Примечание: наша разработка на основе [8].

Как видно из таблицы, коэффициент финансовой устойчивости ниже нормативного значения. Это свидетельствует о том, что основная доля вложений компании осуществляется за счет заемных источников финансирования.

Коэффициент концентрации заемного капитала выше нормативного значения, что свидетельствует о долговой нагрузке на организацию.

Коэффициент маневренности собственных оборотных средств в 2023 г. составил 1,00, что является достаточно высоким значением и говорит о финансовой зависимости предприятия, а также высоком риске неплатежеспособности перед кредиторами.

Значение коэффициента обеспеченности запасов собственными средствами свидетельствует о формировании запасов на 95 % за счет собственных средств компании.

Коэффициент структуры долгосрочных вложений в 2023 г. составил 0,99. Такое значение показателя свидетельствует о том, что 99 % внеоборотных активов компании финансируются за счет долгосрочных обязательств.

В результате анализа финансовой устойчивости предприятия было выявлено, что компания находится в относительно неустойчивом финансовом положении и не в полной мере способна отвечать по своим обязательствам. Предприятие в значительной мере оперирует заемными средствами, что, с одной стороны, говорит о ее финансовой зависимости, а с другой — об использовании возможности путем привлечения дешевого заемного капитала увеличивать эффективность использования оборотных средств и стимулировать ускорение производственного процесса. Политика привлечения заемного капитала требует корректировок в связи с большой долей краткосрочных обязательств в структуре источников финансирования.

2. Расчет с помощью комплексной методики формирования оптимальной структуры капитала компании. Предприятие нуждается в привлечении 85 000 р. для покупки двух прицепов. В табл. 3 представлены расчеты двух вариантов привлечения 85 000 р., необходимых для введения в эксплуатацию двух грузовых машин, приобретенных ранее.

На данном этапе функционирования у компании существует возможность привлечения финансовых ресурсов за счет эмиссии акций или банковского кредита. Рассмотрим каждый из вариантов.

Вариант № 1: за счет эмиссии акций компания может саккумулировать необходимую сумму, увеличив собственный капитал предприятия. Величина уставного капитала компании на 1 января 2024 г. составляет 257 688 р.

Уставный капитал общества на 1 января 2025 г. разделен на 28 632 акции, в том числе 2 1474 — обыкновенных акций; 7 158 — привилегированных акций.

Номинальная стоимость всех акций одинаковая и составляет 9,0 р. за одну акцию. Все акции выпущены в бездокументарной форме.

Учитывая тот факт, что компания не осуществляет выплаты дивидендов по своим акциям уже на протяжении нескольких лет (фактически собственный капитал для ОАО «Автоинвест» является бесплатным источником), можно утверждать, что стоимость средств $(85\,000 : 394\,133) \cdot 100\% = 21,57\%$ величины собственного капитала), привлеченных за счет эмиссии акций составляет 3 % (затраты на осуществление эмиссии).

Так как затраты по привлечению средств в текущем варианте носят единовременный характер, то существует возможность дифференцировать стоимость собственного капитала на стоимость собственного капитала в год выпуска акций — zs_1 . Тогда стоимость собственного капитала в последующие годы будет равняться 0, так как выплаты дивидендов ОАО «Автоинвест» не осуществляются в связи с решением общего собрания акционеров.

Стоимость собственного капитала составит

$$zs1 = 21,57 \% \cdot 0,03 + 78,43 \% \cdot 0 = 0,65 \%$$

Вариант № 2: привлечение средств за счет долгосрочного банковского кредита.

В 2024 г. ОАО «Автоинвест» привлекло долгосрочный кредит в размере 85 000 р. от Альфа Банка под 12 % годовых (табл. 3).

Таблица 3. Возможные варианты источников финансирования ОАО «Автоинвест»

Показатель	Вариант расчета	
	№ 1	№ 2
Сумма собственного капитала, тыс. р.	479 133	394 133
Сумма заемного капитала, тыс. р.	656 457	741 457
Общая величина капитала, тыс. р.	1 135 590	1 135 590
Коэффициент финансового левериджа (гр. 1/гр. 2)	1,37	1,88
Уровень предполагаемых дивидендных выплат, %	0,65	0,00
Уровень процентной ставки за кредит, %	12,00	12,00
Ставка налога на прибыль, в десятичной дроби	0,20	0,20
Налоговый корректор (1 □ гр.7)	0,80	0,80
Уровень ставки за кредит с учетом налогового корректора (гр. 6 · гр. 8)	9,60	9,60
Стоимость структурных частей капитала		
собственный капитал (гр. 1/гр. 3 · гр. 5)	0,27	0,00
заемный капитал (гр. 2/гр. 3 · гр. 9)	5,54	6,2
Средневзвешенная стоимость капитала	5,81	6,2
Сумма прибыли без учета процентов за кредит (гр. 3 · гр. 12)/100	181 694,40	181 694,40
Сумма уплачиваемых процентов за кредит (гр. 2 · гр. 6)/100	78 774,84	88 974,84
Сумма прибыли с учетом процентов за кредит (гр. 13 □ гр. 14)	102 919,56	92 719,56
Сумма налога на прибыль (гр. 15 · гр. 7)	20 583,91	18 543,80
Сумма чистой прибыли (гр. 15 □ гр. 16)	82 335,65	74 175,76
Рентабельность активов % (гр. 17/гр. 3) 100	7,2	6,5

Примечание: наша разработка на основе [8].

Расчеты, проведенные в табл. 3, показывают, что рациональнее произвести дополнительную эмиссию обыкновенных акций для привлечения необходимых денежных средств. Такой вывод связан с тем, что увеличение собственных средств приводит к сокращению величины средневзвешенной стоимости капитала, а также росту рентабельности компании. Коэффициенты финансовой устойчивости при дополнительной эмиссии акций возрастут за счет наращивания доли собственных средств.

3. Учет выбранной стратегии предприятия. ОАО «Автоинвест» реализует комбинированную стратегию, предполагающую поэтапную замену подвижного состава компании путем продажи устаревшей техники и приобретения новой, обладающей современными критериями эксплуатации. Для таких компаний характерна смешенная структуры капитал с доминированием заемных средств, однако не более 60 %.

4. Оценка основных факторов, влияющих на структуру капитала, а также обоснование оптимальной структуры капитала. Важным фактором, который накладывает ограничения на потенциальную структуру капитала, является позиция акционеров, которые могут отдать предпочтение варианту привлечения заемных средств, чтобы сохранить свой контроль над собственным капиталом, чем делить их с новыми акционерами. Беря в расчет указанный выше фактор, стоит отметить, что привлечение долгосрочного кредита в такой ситуации целесообразнее, хотя коэффициент рентабельности собственного капитала при дополнительном использовании заемного капитала ниже, чем при выпуске дополнительных акций.

Рассмотренный пример говорит о целесообразности использования предложенного алгоритма и комплексной методики формирования рациональной структуры капитала компании, что положительно отразится на эффективности корпоративного управления в целом.

Выводы. В современных условиях хозяйствования чрезвычайно важно принимать решения по поводу изменения структуры капитала, опираясь на комплексное видение проблематики, что включает в себя, с одной стороны, стремление рационализировать соотношение собственных и заемных источников финансирования, с другой стороны, достичь эффективности от их размещения в производственный процесс.

Оптимизация структуры капитала напрямую влияет на эффективность корпоративного управления.

Во-первых, правильно сбалансированная структура капитала способствует снижению финансовых рисков и повышению устойчивости компании в условиях рыночной нестабильности.

Во-вторых, оптимальная структура капитала позволяет улучшить финансовые показатели компании, что в свою очередь способствует повышению общей эффективности корпоративного управления. Таким образом, в условиях современного рынка компании должны уделять особое внимание оптимизации своей структуры капитала, чтобы оставаться конкурентоспособными и успешно развиваться.

Литература и электронные публикации

1. О важнейших параметрах прогноза социально-экономического развития Республики Беларусь на 2023 год : Указ от 28 нояб. 2022 г. № 411 // Национальный правовой Интернет-портал Республики Беларусь. — URL: <https://president.gov.by/ru/documents/ukaz-no-411-ot-28-noyabrya-2022> (дата обращения: 29.01.2025).
2. Инвестиции в основной капитал // Национальный статистический комитет Республики Беларусь. — URL: <https://www.belstat.gov.by/ofitsialnaya-statistika/realny-sector-ekonomiki/investitsii-i-stroitelstvo/investitsii-v-osnovnoy-kapital/> (дата обращения: 29.01.2025).
3. *Modigliani, F.* The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. H. Miller // Amer. Econ. Rev. — 1958. — June. — P. 261–297
4. *Rocc, S.* Does taxation lead to representation? / S. Ross // British journal of Political Science. — 2004. — Vol. 34. — N 2. — P. 229–249.
5. *Acharya, V. V.* Economics with market liquidity risk / V. V. Acharya, L. H. Pedersen // Critical Finance Review. — 2019. — Vol. 8. — N 1–2. — P. 111–125.
6. *Stiglitz, J. E.* Some aspects of the pure theory of corporate finance: bankruptcies and take-overs / J. E. Stiglitz // The Bell Journal of economics and management Science. — 1972. — Vol. 3. — N 2. — P. 458–482.
7. *Warner, J. B.* Bankruptcy costs: Some evidence / J. B. Warner // The journal of Finance. — 1977. — Vol. 32. — N 2. — P. 337–347.
8. Бухгалтерская отчетность ОАО «Автоинвест». — URL: <https://kartoteka.by/unp-100076993> (дата обращения: 27.01.2025).

VOLHA PUZANKEVICH

**THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE
ON CORPORATE GOVERNANCE EFFICIENCY**

Author affiliation. *Volha PUZANKEVICH (olga.bseu@gmail.com), Belarus State Economic University (Minsk, Belarus).*

Abstract. The article examines the basic concepts of optimizing the structure of a financial enterprise. The structure of capital organization and its impact on the efficiency of traditional management, the main and external source of financing are studied, the stages of the capital structure optimization process are considered.

Keywords: corporate governance; capital optimization; capital structure; equity; borrowed capital; return on capital.

UDC 336.77

*Статья поступила
в редакцию 10. 02. 2025 г.*

О. А. КУКСА

**ПОВЕДЕНЧЕСКАЯ СОСТАВЛЯЮЩАЯ
ОТДЕЛЬНЫХ ИНДИКАТОРОВ ФИНАНСОВОЙ
ГРАМОТНОСТИ БЕЛОРУСОВ**

В большинстве стран мира развитию финансовой грамотности уделяется существенное внимание. Особо актуализируют эту практику рост финансового мошенничества, активное развитие цифровых технологий, киберпреступность, растущая сложность финансовых инструментов и т. п. Данные о финансовой грамотности населения являются важной составляющей концепции поведенческой экономики. Национальный банк Республики Беларусь проводит мониторинг финансовой грамотности населения страны и работу по ее развитию. В статье приводится краткий обзор основных результатов трех исследований уровня финансовой грамотности граждан Республики Беларусь с 2020 по 2024 г. Автор предлагает разделять основные факторы финансовой грамотности граждан на рациональные и поведенческие. Показывается существенная поведенческая составляющая мотивов финансового поведения и финансовой грамотности, делается акцент на важности феномена доверия в вопросах финансовой грамотности и развития экономики и финансов.

Оксана Александровна КУКСА (tcfm@yandex.ru), кандидат экономических наук, доцент кафедры денежного обращения, кредита и фондового рынка Полесского государственного университета (г. Пинск, Беларусь).
