

зи с ситуацией, сложившейся на мировом финансовом рынке. Прямые иностранные инвестиции-нетто, за счет которых в 2008 г. профинансировано порядка 2/3 дефицита текущего платежного баланса, в 2009 г., скорее всего, уже не будут играть столь же важную роль в структуре привлекаемых средств.

В результате проведенного анализа следует сказать, что кредитный рейтинг Республики Беларусь и прогноз «Негативный» отражает проблемы, связанные с ухудшением текущего платежного баланса страны, а также низкими уровнями внешней ликвидности и снижением доступности внешнего финансирования. Стабилизационный заем, предоставленный Российской Федерацией, который будет дополнен резервным кредитом, запрошенным у Международного валютного фонда, должны обеспечить стране определенную стабильность.

Необходимыми условиями повышения рейтинга Беларуси и изменения прогноза на прежний, «Стабильный», являются существенное увеличение уровня валютных резервов, а также принятие мер, направленных на укрепление внешней конкурентоспособности и снижение зависимости белорусской экономики от импорта. И, напротив, значительное увеличение дефицита текущего платежного баланса и дальнейшее ухудшение показателей внешней ликвидности могут стать причинами понижения рейтингов.

Литература и электронные публикации в Интернете

1. Российский интернет-портал // Официальный сайт «Standard & Poor's» [Электронный ресурс]. — 2007. — Режим доступа: <http://www.standardandpoors.ru>. — Дата доступа: 10.07. 2007.
2. Российский интернет-портал // Официальный сайт «Moody's в России и СНГ» [Электронный ресурс]. — 2007. — Режим доступа: <http://www.moodyseasterneurope.com>. — Дата доступа: 10.09. 2007.
3. Российский интернет-портал // Официальный сайт «Standard & Poor's» [Электронный ресурс]. — 2009. — Режим доступа: <http://www.standardandpoors.ru>. — Дата доступа: 04.01. 2009.
4. Основные показатели внешней торговли // Официальный сайт М-ва статистики и анализа Респ. Беларусь [Электронный ресурс]. — 2009. — Режим доступа: <http://belstat.gov.by/homep/gu/indicators/trade.php>. — Дата доступа: 03.01. 2009.
5. World Economic Outlook. — 2007. — September.

А.О. ЛЕВКОВИЧ

КОНЦЕПЦИИ ОПТИМАЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА И ФИНАНСОВОГО РЫЧАГА

Среди исследовательских проблем в сфере принятия решений о финансировании в работах зарубежных авторов [1–5] ключевая — эффективное взаимодействие предприятия с финансовым рынком в процессе привлечения финансовых ресурсов. Центральным звеном этой проблемы является определение оптимальной структуры капитала (соотношения заемных и собственных средств) при разработке финансовой политики, что подтверждается многочисленными исследованиями российских авторов [6–10]. Однако вопросы анализа различных схем финансирования (включая сопоставление финансирования посредством прямого выхода на финансовый рынок через эмиссию акций и облигаций с финансированием через посредников) и отбора наиболее эффективных из них игнорируются, так как априори предполагается, что конкуренция среди финансово-кредитных учреждений приводит к выравниванию условий финансирования.

Александр Олегович ЛЕВКОВИЧ, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и финансового менеджмента Белорусского государственного экономического университета.

При анализе проблемы поиска оптимального долга в структуре капитала предприятия возникает вопрос: насколько существенно показатель структуры капитала влияет на значение средней стоимости капитала? Если его средняя стоимость в значительной степени зависит от количества долга (как это утверждают авторы [1; 5; 11]), тогда общая его цена и другие производные показатели предприятия существенно зависят от метода финансирования или выбранной структуры капитала фирмы. Наоборот, если влияние показателя на значение средней стоимости капитала незначительно (как это утверждается в [2; 3]), тогда структура капитала предприятий не имеет значения. Однако, несмотря на более чем полувековую историю существования, данный вопрос по-прежнему остается дискуссионным. В статье мы попытались проанализировать значимость данной проблемы для принятия финансовых решений на текущем этапе развития отечественной экономики.

Теории структуры капитала. Работы, посвященные проблемам определения оптимальной структуры капитала, появились еще в 50-х гг. XX в. Мнения исследователей по данной проблеме разделились. Сформировались два независимых направления в теории структуры капитала: традиционный подход (в настоящее время может быть переименован в альтернативный) и теория Модильяни-Миллера (в сокращенной форме именуется как ММ) — мейнстрим в современной теории финансов [11, 6–12].

Последователи традиционной теории (разработанной Д. Дюраном [3; 5]) считают, что средняя стоимость капитала фирмы существенно зависит от его структуры. Так, утверждается непереносимое существование оптимальной структуры капитала, которая позволяет минимизировать его среднюю стоимость и соответственно максимизировать общую стоимость предприятия. Она исходит из рассмотрения риска акционеров фирмы.

Основными факторами при принятии решения считаются налоговый выигрыш и цена банкротства. Во многих странах налог на прибыль предприятия выплачивают после уменьшения прибыли на величину процентных платежей, и, таким образом, плата за пользование заемными ресурсами в налогооблагаемую базу не входит. Это делает долговое финансирование более привлекательным, чем развитие за счет собственного (акционерного) капитала, поскольку дивиденды акционерам выплачиваются из чистой прибыли. Вместе с тем рост долга в структуре капитала повышает риск банкротства и, следовательно, потерь, связанных с остановкой производства, утратой финансовой устойчивости. Поэтому классическая теория рассматривает решения о финансировании как выбор между ценой банкротства и выигрышем за счет освобождения процента за кредит от налога на прибыль.

Ярко выраженная минимальная стоимость капитала, как объясняют сторонники традиционной теории, является следствием значительного возрастания стоимости собственного капитала и долга при увеличении доли заемного финансирования. Однако эту теорию отличает преимущественно описательный характер, она не содержит аналитических зависимостей, которые бы раскрывали закономерности изменения финансовых показателей фирмы.

Отсутствие аналитической базы делает традиционную теорию менее убедительной по сравнению с альтернативной теорией ММ [3], которая утверждает, что фирму необходимо рассматривать как один цельный товар, не разделяя на капитал собственный и заемный. Рассматривая каждую составляющую в отдельности, традиционная теория определяет общую цену фирмы как сумму независимых, автономных цен собственного и заемного капиталов. В противовес этому теория ММ исходит из общей цены капитала фирмы, а цена акционерного капитала является производной из общей цены фирмы и цены долга. Согласно теории ММ эффекты заемного финансирования незначительны и ограничены «налоговой защитой». Главным положением данной теории является слабая зависимость средней стоимости капитала от величины долга.

В то же время теория ММ была доказана для ограниченных условий, предусматривающих следующие допущения: рынок капитала является совершенным; имеется равный доступ к информации и эмитированию ценных бумаг, обладающих ликвидностью и оцениваемых только с точки зрения ожидаемых по ним доходов; фондовый рынок обладает сильной формой информационной эффективности, и каждый его участник одинаково «правильно» использует информацию для принятия решений; финансовые решения предприятий не оказывают влияния на инвестиционные возможности операторов рынка; инвестиционные решения предприятия задаются определенным правилом, на них не влияют решения о финансировании.

Обоснованность возможности таких допущений в условиях отечественной экономики вызывает большие сомнения. Так, слабость ресурсной базы банков обуславливает недоступность долгосрочных ресурсов для большей части предприятий и неравный доступ к имеющимся среднесрочным. Практическое отсутствие рынка корпоративных ценных бумаг, неравный доступ к информации определяют фактическую неэффективность рынка капитала в нашей стране. Серьезный разброс в налогообложении различных финансовых инструментов усугубляет данную проблему. Отдельно следует обратить внимание на слабую базовую подготовку отечественных специалистов, которые неспособны действовать рационально в быстро изменяющейся рыночной среде*.

Однако несмотря на нереалистичность предпосылок, заложенных в модель ММ, ее выводы могли бы использоваться на практике, если бы подтверждались фактическими данными. Попытки проведения таких исследований показали, что структура капитала все же влияет на его средневзвешенную стоимость, но нельзя было установить характер этого влияния, так как исследования сталкивались с невозможностью изолировать влияние других факторов на изменение рыночных котировок акций западных предприятий [11, 39–44].

Таким образом, для белорусских субъектов хозяйствования оба представленных подхода к структуре капитала не могут быть применены, но все же в западной теории есть некоторые положения, вполне применимые для решения практических проблем в условиях отечественной экономики (наличие побочных эффектов, связанных с организацией финансирования, наличие объективных межотраслевых и субъективных внутриотраслевых различий в структуре капитала).

Управление финансовым рычагом. В связи с невозможностью однозначного вывода по принципиальной оптимизации структуры финансирования необходимо остановиться еще на одном популярном в западных странах подходе к разработке финансовой политики, основанном на эффекте финансового рычага (левериджа).

Так, финансовый рычаг представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в финансировании потребностей в капитале, позволяющий в некоторых условиях получать дополнительную прибыль на собственный капитал. Эффект финансового рычага характеризует влияние на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала, оказываемое структурой капитала, а именно, долей заемных средств.

Американскими экономистами была выведена элегантная формула расчета эффекта финансового рычага [1; 2; 4; 5], часто без изменений цитируемая в отечественных учебниках по финансовому менеджменту [12–15] и в периодической печати [16; 17]:

$$\text{ЭФР} = (1 - \text{СНП}) (ROA^{\text{э}} - \text{СРСП}) \frac{ЗК}{СК}, \quad (1)$$

*Такая аргументация перекликается с исследованием Ю.И. Юшко, проведенном для условий российской экономики [12, 316–326].

где ЭФР — эффект финансового рычага, отражающий изменения коэффициента рентабельности собственного капитала, %; СНП — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; ROA^* — коэффициент экономической рентабельности активов*, %; СРСП — средневзвешенная расчетная ставка процентов (стоимость заемных ресурсов в отношении к их объему), %; ЗК — величина заемного капитала в пассивах предприятия; СК — величина собственного капитала в пассивах предприятия.

Формула (1) позволяет наглядно представить зависимость рентабельности собственного капитала от трех факторов:

эффективности использования активов, проявляющейся в разнице между уровнем экономической рентабельности и расчетной ставкой процентов (дифференциал);

действующей в стране ставки налогообложения прибыли (налоги);

доли заемного капитала в его общей структуре (плечо).

Итак, при превышении экономической рентабельности капитала на предприятии над средним уровнем стоимости заемного капитала организации целесообразно привлекать преимущественно заемное финансирование (оно обеспечит наличие положительного остатка после оплаты стоимости заемных ресурсов, что приведет в итоге к росту общей прибыли). Напротив, в случае неэффективного использования активов (отрицательный дифференциал) предприятию целесообразно использовать только собственный капитал, поскольку использование заемных средств приведет к дополнительному отвлечению прибыли на их обслуживание.

Тем не менее отечественное законодательство определяет различие в налогообложении финансовых инструментов. Так, существуют финансовые инструменты, оплата которых относится на себестоимость продукции (например, проценты по краткосрочным кредитам или ставка по финансовому лизингу), а оплата второй части финансовых инструментов производится из чистой прибыли (например, проценты по долгосрочным кредитам). В нашей стране кроме налога на прибыль существуют также и местные сборы из прибыли, которые влияют на окончательный результат расчетов. В этих условиях исходная формула финансового рычага должна быть скорректирована с потерей своей элегантности:

$$\text{ЭФР} = [(1 - q)(ROA^* - ПК_c \cdot D_c) - ПК_n(1 - D_c)] \frac{ЗК}{СК}, \quad (2)$$

где q — совокупная ставка налогов и сборов, уплачиваемых из прибыли, выраженная десятичной дробью (представляет собой сумму налога на прибыль и местных сборов из прибыли, уменьшенную на их произведение — в настоящее время составляет 26,28 %); $ПК_c$ — средневзвешенная стоимость заемных ресурсов, оплата которых относится на себестоимость, %; D_c — доля заемных ресурсов, оплата которых относится на себестоимость, в общем объеме заемных ресурсов; $ПК_n$ — средневзвешенная стоимость заемных ресурсов, оплата которых производится за счет чистой прибыли, %.

Указанная проблема применения модели эффекта финансового рычага существует и в российской бизнес-среде [18], но она не является такой существенной, как в нашей стране.

Продemonстрируем неэффективность применения этой модели в условиях белорусской экономики на условном примере. Так, предприятия «А», «Б» и «В» имеют идентичные показатели доходов и затрат, различаясь только структурой капитала (табл. 1). Средняя стоимость привлекаемых заемных ресурсов, обслуживаемых с отнесением расходов на себестоимость, составляет 15 %

*Экономическая рентабельность отражает, сколько средств остается в распоряжении предприятия после покрытия операционных затрат на каждый рубль реально задействованных на предприятии активов при условии, что эти активы для предприятия бесплатны.

годовых, а обслуживаемых с уплатой расходов из чистой прибыли — 12. Необходимо оценить рациональность финансовой политики.

Таблица 1. Исходные данные, усл. ед.

Показатель	Значение по предприятию		
	«А»	«Б»	«В»
1. Средняя сумма всего используемого капитала (активов) за анализируемый период	300 000	300 000	300 000
В том числе:			
1.1. Средняя сумма собственного капитала	300 000	250 000	150 000
1.2. Средняя сумма заемного капитала	—	50 000	150 000
2. Сумма валовой прибыли (без учета расходов по обслуживанию заемного капитала)	60 000	60 000	60 000
3. Коэффициент экономической рентабельности активов, %	20	20	20

Ответ на вопрос о рациональности финансовой политики позволят дать вычисления эффекта финансового рычага (для наглядности они выполнены в табл. 2, являющейся продолжением табл. 1).

Таблица 2. Формирование эффекта финансового рычага

Показатель	Значение по предприятию		
	«А»	«Б»	«В»
4. Средневзвешенный уровень ставки по заемным ресурсам, относимым на себестоимость, %	—	15	15
5. Средневзвешенный уровень ставки по заемным ресурсам, уплачиваемым из прибыли, %	—	12	12
6. Доля в общем объеме заемных ресурсов тех, оплата которых включается в себестоимость, %	—	50	50
7. Сумма платы за использование заемного капитала, относимая на себестоимость (п.1.2 · п.4 · п.6 / 100)	—	3 750	11 250
8. Сумма валовой прибыли предприятия с учетом расходов по уплате процентов за кредит (п. 2 — п. 7)	60 000	56 250	48 750
9. Совокупная ставка налогов из прибыли, выраженная десятичной дробью	0,2628	0,2628	0,2628
10. Сумма налога на прибыль (п. 8 · п. 9)	15 768	14 783	12 812
11. Сумма прибыли, остающейся в распоряжении предприятия после уплаты налогов (п. 8 — п. 10)	44 232	41 467	35 938
12. Сумма платы за использование заемного капитала за счет прибыли (п.1.2 · п.5 (1 — п.6) / 100)	—	3 000	9 000
13. Чистая прибыль, (п. 11 — п. 12)	44 232	38 467	26 938
14. Коэффициент рентабельности собственного капитала или коэффициент финансовой рентабельности, % (п.13 · 100 / п.1.1)	14,74	15,39	17,96
15. Прирост рентабельности собственного капитала в связи с использованием заемного капитала, в % (по отношению к предприятию «А»)	—	0,65	3,22

Анализ приведенных данных позволяет установить, что по предприятию «А» эффект финансового рычага отсутствует, так как оно не использует в хозяйственной деятельности заемный капитал.

По предприятию «Б» эффект финансового рычага составляет:

$$\text{ЭФР} = [(1 - 0,2628) (20 - 15 \cdot 0,5) - 12 \cdot 0,5] (50\,000/250\,000) = 0,65 \%$$

Соответственно по предприятию «В» этот показатель составляет:

$$\text{ЭФР} = [(1 - 0,2628) (20 - 15 \cdot 0,5) - 12 \cdot 0,5] (150\,000/150\,000) = 3,22 \%$$

Рассмотренный пример продемонстрировал нецелесообразность выполнения данных расчетов в наших условиях, так как выявление экономической рентабельности сопряжено с существенными трудовыми затратами и не может быть окуплено полезностью данной информации (расчет показателей 2–6 сопряжен с существенными преобразованиями действующей отчетности). Тем не менее логику рассуждений о сопоставлении рентабельности предприятия со среднерыночным уровнем стоимости ресурсов на рынке капитала, безусловно, стоит применять в управленческой практике.

Таким образом, мы выявили, что для условий отечественной экономики точной формулы, с помощью которой можно было бы определить оптимальную структуру капитала, не существует.

Проведенное исследование позволило сделать следующие выводы.

1. Принятие решений по оптимизации заемного финансирования в исследованиях зарубежных авторов игнорируется, поскольку, с одной стороны, доля такого финансирования в странах с англо-американской экономической моделью значительно уступает финансированию посредством операций на финансовом рынке (через эмиссию акций и облигаций), а с другой — предполагается, что конкуренция среди финансово-кредитных учреждений приводит к выравниванию условий финансирования. Однако в Республике Беларусь именно заемное финансирование является основным источником формирования капитала, что предопределяет важность его оптимизации.

2. В последние годы вместе с появлением в финансовом менеджменте концепции максимизации стоимости предприятия основная задача финансирования смещается от того, чтобы получить необходимое количество финансовых ресурсов в желаемый момент времени, к тому, чтобы получить оптимальное финансирование, соответствующее нуждам и принятой учетной политике предприятия. В этой связи разработка методов выбора оптимальных схем привлечения финансовых ресурсов, связанных с минимальными расходами по их обслуживанию при приемлемом уровне риска и учитывающих частные особенности предприятий-заемщиков, становится актуальной исследовательской темой. Частично эта задача решена в [19].

3. В условиях хронического дефицита финансовых ресурсов у белорусских предприятий реального сектора экономики осуществление проектов по переоснащению их технологической базы возможно преимущественно на основе заемного (чаще всего банковского) финансирования. Это обстоятельство предопределяет высокую частоту решения задач по определению максимально возможного объема привлекаемого финансирования или минимально возможного срока погашения основной суммы долга без нарушения заемщиком платежной дисциплины. Эта задача решена в [19].

Литература

1. *Брейли, Р.* Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. — М.: Олимп-Бизнес, 2004.
2. *Ван Хорн, Дж. К.* Основы финансового менеджмента / Дж. К. Ван Хорн, Дж. М. Вахович мл. — 12-е изд. — М.: Вильямс, 2006.
3. *Модильяни, Ф.* Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Ф. Модильяни, М. Миллер. — 2-е изд. — М.: Дело, 2001.
4. *Росс, С.А.* Основы корпоративных финансов / С.А. Росс, Р.В. Вестерфилд, В.Д. Джордан. — М.: Лаборатория Базовых Знаний, 2000.
5. *Ченг, Ф.Ли.* Финансы корпораций: теория, методы и практика / Ф.Ли Ченг, Дж.И. Финнерти. — М.: ИНФРА-М, 2000.
6. *Лисица, М.И.* Портфельный подход при формировании структуры капитала компании: теория и методология: автореф. дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.10 / М.И. Лисица; Иванов. гос. хим. техн. ун-т. — Иваново, 2007. — 31 с.
7. *Фролов, В.Н.* Развитие методологии многокритериальной оценки источников инвестирования бизнеса: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / В.Н. Фролов. — Иркутск, 2005. — 189 л.
8. *Пащина, Е.В.* Оптимизация структуры финансовых ресурсов хозяйствующего субъекта: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Е.В. Пащина. — Екатеринбург, 2005. — 168 л.

9. *Садчиков, А.В.* Оптимизация структуры источников финансирования хозяйственной деятельности предприятия: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / А.В. Садчиков. — Пенза, 2006. — 151 л.
10. *Аванесянц, А.Л.* Управление финансовыми ресурсами на предприятии: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / А.Л. Аванесянц; Гос. ун-т. упр. — М., 2004. — 21 с.
11. *Рудык, Н.Б.* Структура капитала корпораций: теория и практика / Н.Б. Рудык. — М.: Дело, 2004.
12. *Юшко, Ю.И.* Корпоративные финансы: теория, методы и модели управления: учеб.-метод. пособие / Ю.И. Юшко. — Минск: ФУАинформ, 2006.
13. *Бланк, И.А.* Финансовая стратегия предприятия / И.А. Бланк. — Киев: Эльга, 2006.
14. *Лихачева, О.Н.* Долгосрочная и краткосрочная финансовая политика предприятия / О.Н. Лихачева, С.А. Щуров. — М.: Вуз. учеб., 2007.
15. Финансовый менеджмент: теория и практика: учеб. для вузов / Е.С. Стоянова [и др.]. 6-е изд. — М.: Финансы и статистика, 2006.
16. *Засмужец, С.И.* Эффект финансового рычага: практическое использование в экономических расчетах / С.И. Засмужец // Экономика. Финансы. Управление. — 2006. — № 7. — С. 70–74.
17. *Вечер, А.* Условия безопасного использования заемного капитала / А. Вечер // Финансовый директор. — 2004. — № 6. — С. 36–39.
18. *Ружанская, Н.В.* Особенности расчета эффекта финансового рычага в российской практике финансового менеджмента / Н.В. Ружанская // Финансовый менеджмент. — 2005. — № 6.
19. *Левкович, А.О.* Принятие финансовых решений: теория и практика / А.О. Левкович, А.М. Кунявский, Д.А. Лапченко; под ред. А.О. Левковича. — Минск: Изд-во Гревцова, 2007.

ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ЦЕНТР БГЭУ
представляет

Национальная экономика Беларуси: учеб. / В.Н. Шимов, Я.М. Александрович, А.В. Богданович [и др.]; под ред. В.Н. Шимова. — 3-е изд. — Минск: БГЭУ, 2009. — 751 с.

В учебнике в соответствии с Государственным образовательным стандартом высшего экономического образования изложен курс «Национальная экономика Беларуси».

Определены теоретико-методологические основы формирования национальной экономики в условиях становления рыночных отношений и государственного суверенитета. Приведены основные черты белорусской модели социально ориентированной рыночной экономики, рассмотрены условия и факторы ее становления и функционирования. Проанализированы особенности формирования, структура, ключевые проблемы и направления развития хозяйственных комплексов национальной экономической системы. Обоснованы предложения по структурной перестройке экономики страны, укреплению ее экономической безопасности. Определены основные пути интеграции национальной экономики в систему мирохозяйственных связей.

Для студентов экономических специальностей, преподавателей, магистрантов, аспирантов, докторантов вузов, научных сотрудников.