

Таким образом, как стратегия маркетинг направлен на формирование долгосрочных взаимоотношений с потребителями, подкрепляемых возможностью реализации ключевых компетенций бизнеса, своевременным реагированием и инициацией рыночных возможностей. Развитие концепций рыночной ориентации, внутреннего маркетинга, маркетинга взаимоотношений, аутсорсинга являются следствием все большего слияния стратегического менеджмента и стратегического маркетинга.

### Литература

1. *Матсон, Л.-Г.* Взаимоотношения и сети / Л.-Г. Матсон // Теория маркетинга / под ред. М. Бейкера. — СПб.: Питер, 2002.
2. *Кревенс, Д.* Стратегический маркетинг / Д. Кревенс. — 6-е изд. — М.: Вильямс, 2003.
3. *Хулей, Г.* Маркетинговые стратегии и конкурентное позиционирование / Г. Хулей, Дж. Сондерс, Н. Пирси / пер. с англ. — Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2005.
4. *Минцберг, Г.* Стратегический процесс / Г. Минцберг, Дж. Б. Куинн, С. Гошал / под ред. Ю.Н. Каптуревского. — СПб.: Питер, 2001.
5. *Ламбен, Ж.-Ж.* Стратегический маркетинг / Ж.-Ж. Ламбен. — СПб.: Наука, 1996.
6. *Данько, Т.П.* Управление маркетингом: учеб. пособие / Т.П. Данько. — М.: ИНФРА-М, 1997.
7. *Фатхутдинов, Р.А.* Стратегический маркетинг / Р.А. Фатхутдинов. — 4-е изд. — СПб.: Питер, 2006.
8. *О'Шонесси, Дж.* Конкурентный маркетинг / Дж. О'Шонесси. — М., 2002.
9. *Томпсон, А.А.* Стратегический менеджмент: концепции и ситуации: учеб. для вузов / А.А. Томпсон, А.Дж. Стрикленд / пер. с 9-го англ. изд. — М.: ИНФРА-М, 2001.
10. *МакДональд, М.* Стратегическое планирование маркетинга / М. МакДональд. — СПб.: Питер, 2000.
11. *Дженстер, П.* Анализ сильных и слабых сторон компании: определение возможностей / П. Дженстер, Д. Хасси; пер. с англ. — М.: Вильямс, 2003.
12. *Уолкер-мл., О.* Маркетинговая стратегия. Курс MBA / О. Уолкер-мл. и др; пер. с англ. И. Клюева. — М.: Вершина, 2006.

**М.И. КАКОРА**

## УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА ОРГАНИЗАЦИИ

Финансовая устойчивость и независимость организаций (предприятий) Республики Беларусь, а также возможность привлечения новых кредитов напрямую зависят от рациональной структуры капитала, т.е. от необходимости поддержания соответствующего соотношения между собственными и заемными средствами.

Ранее считалось, что чем большую долю в источниках финансирования занимает собственный капитал, тем выше степень финансовой устойчивости организации. Предприятия с меньшей долей заемных средств благодаря более устойчивому балансу легче переносят спад производства. При увеличении доли заемных средств возникает возможность следующих негативных последствий: владельцы кредитных средств могут установить контроль над организацией, обладающей ограниченной возможностью самофинансирования с неус-

тойчивым доходом. В то же время, если предприятие не имеет значительных ресурсов для финансирования, риски, связанные с реализацией проекта, берут на себя кредиторы. Чрезмерное увлечение кредитами иногда может инициировать кризис в организации. Основной капитал должен быть собственным и не превышать долгосрочный заемный капитал. Это необходимо для того, чтобы собственный капитал составлял надежный фундамент финансирования. Чем выше его доля, тем более льготные условия кредитования может получить заемщик, и наоборот, чем ниже доля собственного капитала, тем больше риск невозврата кредита со стороны заемщика.

Однако развитие рыночных отношений в Республике Беларусь показало, что в рыночной экономике большая и возрастающая доля собственного капитала вовсе не означает улучшения положения организации, возможности быстрого реагирования на изменение делового климата. Наоборот, использование заемных средств свидетельствует о гибкости предприятия, его способности привлекать кредиты и возвращать их. Чрезвычайно важно понять, каким это соотношение должно быть для стимулирования инвестиционного процесса, повышения финансовых результатов и снижения степени риска.

Для наиболее полного отражения соотношения между собственным и заемным капиталом вводят понятие “финансовый рычаг”. Преимущество его в том, что капитал, взятый предприятием в долг под фиксированный процент, можно использовать в процессе хозяйственной деятельности таким образом, что он станет приносить прибыль более высокую, чем уплаченный процент. Умение вкладывать капитал таким образом, чтобы полученная ставка доходности инвестированного капитала была выше текущей ставки процента за кредит, в западной экономике называется “преимуществом спекуляции капиталом”. Оно заключается в том, что нужно взять в долг столько, сколько позволяют кредиторы, и затем обеспечить рост ставки доходности собственного капитала на величину разницы между достигнутой ставкой доходности инвестиционного капитала и ставкой уплаченного процента. Противоположный эффект (убыток) не заставит ждать, если организация получит прибыль меньшую, чем стоимость заемного капитала.

Для оценки эффективности использования заемного капитала в организации применяется такой показатель, как эффект финансового рычага (ЭФР). Он измеряет эффект от повышения рентабельности собственного капитала при увеличении доли заемного капитала в общей его сумме, а также является индикатором финансовой устойчивости и влияет на величину прибыли предприятия. ЭФР рассчитывается по формуле

$$\text{ЭФР} = (P_a - \text{СП})(1 - K_n) \text{ЗК} / \text{СК}, \quad (1)$$

где  $P_a$  — уровень рентабельности совокупного капитала, %; СП — ставка процента за кредит, %;  $K_n$  — коэффициент налогообложения; ЗК — сумма заемного капитала, млн р.; СК — сумма собственного капитала, млн р.

Приведенная формула имеет три составляющих:

а) дифференциала финансового рычага ( $P_a - \text{СП}$ ), т.е. разности между рентабельностью совокупного капитала и ставкой процента за кредит; б) налогового корректора ( $1 - K_n$ ), который показывает влияние уровня налогообложения на величину ЭФР; в) плечо финансового рычага ( $\text{ЗК} / \text{СК}$ ). С помощью его увеличивается положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет дифференциала.

Эффект финансового рычага показывает, на сколько процентов увеличивается сумма собственного капитала за счет привлечения заемных средств в оборот предприятия. Положительный ЭФР возникает в тех случаях, когда рентабельность совокупного капитала после уплаты налогов выше номиналь-

ной средней цены заемных ресурсов с учетом налоговой экономии (табл. 1). В условиях, когда доходность совокупного капитала после уплаты налогов будет расти быстрее, нежели номинальная средняя цены заемных ресурсов с учетом налоговой экономии, рентабельность собственного капитала будет увеличиваться. При таких условиях выгодно увеличивать плечо финансового рычага, т.е. долю заемного капитала. Если рентабельность совокупного капитала ниже средневзвешенной цены заемных ресурсов, создается отрицательный ЭФР, в результате чего происходит “проедание” собственного капитала, и это может стать причиной банкротства предприятия. Из этого следует, что заемные средства могут способствовать как накоплению капитала, так и разорению предприятия.

Приведем пример расчета ЭФР, используя отчетные данные ОАО “Могилевский мясокомбинат” за 2002–2004 гг. (табл. 1).

Таблица 1. Расчет ЭФР ОАО “Могилевский мясокомбинат” за 2002–2004 гг.

Показатель	2002 г.	2003 г.	2004 г.
1. Общая сумма прибыли до уплаты процентов, млн р.	1 685	2 659	2 111
2. Проценты к уплате, млн р.	1 745,6	890	809
3. Прибыль после уплаты процентов до выплаты налогов, млн р.	-60,6	1 769	1 302
4. Налоги из прибыли, млн р.	639	1 032	1 342
5. Коэффициент налогообложения (п.4/п.3),	-10,54	0,58	1,03
6. Чистая прибыль, млн р. (п.3 – п.4)	-699,6	737	-40
7. Средняя сумма совокупного капитала, млн р.	38 180	46 535	58 875
8. Собственный капитал	30 467	37 908	44 683
9. Заемный капитал	7 713	8 627	14 192
10. Плечо финансового рычага (п.9/п.8)	0,25	0,23	0,32
11. Рентабельность совокупного капитала, (п.1/п.7 · 100), %	4,41	5,71	3,58
12. Рентабельность совокупного капитала после уплаты налогов (п.11 (1 – п.5))	50,94	2,38	-0,11
13. Номинальная цена заемных ресурсов (п.2/п.9 · 100), %	22,63	10,31	5,70
14. Номинальная средняя цена заемных ресурсов с учетом налоговой экономии (п.2/п.9 (1 – п.5) 100), %	261,27	4,29	-0,17
15. Эффект финансового рычага [п.11 (1 – п.5) – п.14] п.10], %	-52,59	-0,44	0,02

Так, на ОАО “Могилевский мясокомбинат” доля собственного капитала предприятия в 2004 г. снизилась по сравнению с 2003 г. на 5,5 %, так как темпы прироста собственного капитала ниже темпов прироста заемного. Плечо финансового рычага увеличилось на 9 процентных пункта. Это свидетельствует о том, что финансовая зависимость предприятия от внешних инвесторов значительно повысилась. Рентабельность совокупного капитала после уплаты налогов в 2004 г. выше средневзвешенной цены заемных ресурсов с учетом налоговой экономии, поэтому ЭФР в этот период положительный. В 2002 и 2003 гг. наблюдается обратная ситуация, поэтому ЭФР в этот период отрицательный, что могло бы стать причиной банкротства предприятия.

Для прогнозирования величины ЭФР на последующие периоды нами разработана модель, отражающая зависимость между различными составляющими, влияющими на величину ЭФР. Формула зависимости в данной модели (согласно формуле 1 и п.15 табл. 1) преобразуется в следующий вид:

$$Y = (X_1 (1 - X_2) - X_3) X_4, \quad (2)$$

где  $X_1$  – рентабельность совокупного капитала, %;  $X_2$  – коэффициент налогообложения;  $X_3$  – номинальная средняя цена заемных ресурсов с учетом налоговой экономии, %;  $X_4$  – плечо финансового рычага (отношение заемного капитала к собственному) (табл. 2).

Таблица 2. Влияние факторов на величину ЭФР

Год	Y	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>4</sub>
2002	-52,59	4,41	-10,54	261,27	0,25
2003	-0,44	5,714	0,583	4,298	0,23
2004	0,02	3,58	1,03	-0,17	0,32

С помощью значений табл. 2 можно построить график изменения величины ЭФР по годам (рис. 1).

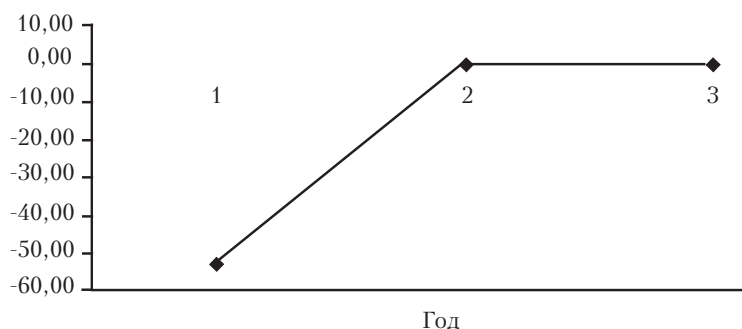


Рис. 1. Изменение ЭФР за 2002 – 2004 гг.

Для прогнозирования финансовой ситуации в будущем организации необходимо следить за соотношением собственного и заемного капиталов и с помощью варьирования коэффициента  $X_4$  предложенной модели выйти на положительное значение ЭФР.

Одновременно с этим любая организация должна знать, с какого момента использование заемного капитала повышает рентабельность собственного, а с какого — снижает вплоть до убытка. Определение границ изменения финансовой структуры капитала связано с анализом изменения рентабельности собственного капитала при изменении суммы прибыли до уплаты процентов и налога на прибыль.

Анализ границ изменения финансовой структуры капитала основан на расчете двух показателей: точки безразличия (ТБ) и финансовой критической точки (ФКТ).

Точка безразличия характеризует такую прибыль ( $\Pi$ ), при которой рентабельность собственного капитала не изменяется при использовании капитала заемного. Это возможно, когда ЭФР равен нулю, т.е. рентабельность совокупного капитала равна ставке процента за кредит.

Проведем расчеты по данным за 2004 г.:

$$\begin{aligned} \text{ЭФР} &= 0; \text{Pa} - \text{СП} = 0; \\ \text{СК} &= 58\,875 \text{ млн р.}; \\ \text{СП} &= 809/14192 \cdot 100 \%; \\ \Pi/58\,875 \cdot 100 \% - 5,7 \% &= 0; \\ \Pi &= 3\,355,9 \text{ млн р.}, \end{aligned}$$

т. е. в точке безразличия прибыль до уплаты процентов и налога на прибыль равна 3 355,9 млн р.

Определим рентабельность собственного капитала ( $P_{\text{СК}}$ ) в точке безразличия:

$$P_{\text{СК}} (\text{смешанная схема финансирования}) = (1 - 0,24)(3355,9 - 808,9)/44\,683 \cdot 100 = 4,3 \%$$

Определим ФКТ:

$$\Phi\text{КТ} = 14\,192 \cdot 5,7/100 = 808,9 \text{ млн р.},$$

$$P_{\text{ск}} \text{ (при использовании только собственного капитала)} = (1 - 0,24) (3\,355,9 - 0) / 58\,875 \cdot 100 = 4,3 \text{ \%}.$$

Построим график зависимости рентабельности собственного капитала от прибыли до уплаты процентов и налога на прибыль (рис. 2).

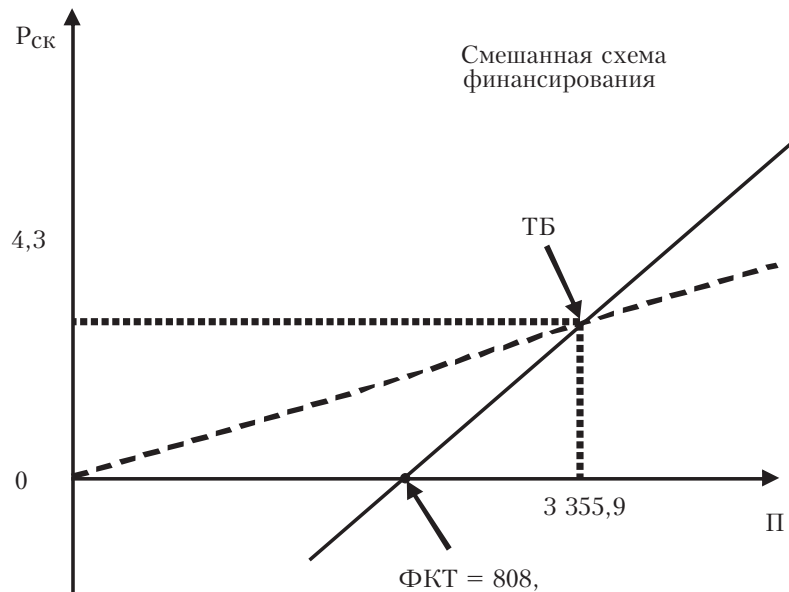


Рис. 2. Зависимость рентабельности собственного капитала от прибыли до уплаты процентов и налога на прибыль

Если организация получает прибыль до уплаты процентов и налога на прибыль большую, чем в точке безразличия (прибыль свыше 3 355,9 млн р.), ЭФР положителен, и ей выгоднее использовать заемный капитал для повышения рентабельности собственного капитала. В точке безразличия (прибыль равна 808,9 млн р.) использование заемного капитала не изменяет финансового результата, т.е. предприятию безразлично, что использовать — заемный или собственный капитал. На отрезке от точки безразличия до финансовой критической точки (прибыль в диапазоне 808,9—3 355,9 млн р.) организации полученной прибыли достаточно для покрытия процентов, уплату налогов и формирование чистой прибыли. Однако при использовании смешанной формы финансирования происходит снижение собственного капитала по сравнению с финансированием за счет собственных средств, следовательно, ЭФР — отрицательный. Если прибыль меньше финансовой критической точки (прибыль меньше 808,9 млн р.), то полученной организацией прибыли не хватит даже на покрытие издержек, и она терпит убытки, имея положительную прибыль до уплаты процентов и налога на прибыль.

Произведем расчет, на сколько процентов изменится чистая прибыль при изменении прибыли до уплаты процентов и налога на прибыль на 1 %:

$$\text{ЭФР1} = \frac{\text{прибыль до уплаты процентов и налога на прибыль}}{\text{прибыль за вычетом процентов}} = \frac{2\,111}{2\,111 - 809} = 1,62,$$

т.е. при изменении прибыли до уплаты процентов и налога на прибыль на 1 %, чистая прибыль организации изменится на 1,62 %. Чем дороже обходятся

заемные средства организации, тем больше ЭФР1, а следовательно и финансовый риск.

Таким образом, в современных экономических условиях на инвестиционную структуру капитала влияет множество факторов: уровень рентабельности совокупного капитала, ставка процента за кредит, коэффициент налогообложения, соотношение собственного и заемного капиталов. Прогнозирование будущей финансовой ситуации организации напрямую зависит от расчета ЭФР, на величину которого значительно влияет соотношение собственного и заемного капиталов. Более широкое привлечение заемных средств для финансирования инвестиций в ближайшие годы станет неотъемлемой частью процесса совершенствования структуры капитала белорусских предприятий, поскольку это совпадает с тенденциями развитых стран.

### Литература

- Богатин, Ю.В.* Инвестиционный анализ / Ю.В. Богатин, В.А. Швандар. — М.: ЮНИТИ, 2000.
- Бочаров, В.В.* Финансовое моделирование / В.В. Бочаров. — СПб.: Питер, 2000.
- Городничев, П.Н.* Финансовое и инвестиционное прогнозирование: учеб. пособие / П.Н. Городничев, К.П. Городничева. — М.: Экзамен, 2005.
- Золотогор, В.Г.* Инвестиционное проектирование: учеб. пособие. — Минск: Экоперспектива, 1998.
- Крушвиц, Л.* Инвестиционные расчеты: учеб. для вузов / пер. с нем; под общ. ред. В.В. Ковалева и З.А. Сабова. — СПб.: Питер, 2001.
- Какора, М.И.* О совершенствовании структуры капитала: тез. докл. V Междунар. науч.-технич. конф., 18–20 мая 2005 г., Могилев/ УО “Могилевский гос. ун-т продовольствия”; ред. кол.: Т.С. Хасаншин (отв. ред.). — Минск: БГУ, 2005.
- Какора, М.И.* К вопросу об инновационной и инвестиционной политике в мясной промышленности: тез. докл. V Республик. науч. конф. студентов, магистрантов и аспирантов Респ. Беларусь (НИРС — 2000): Материалы науч. конф., 25–27 апр. 2000 г. В 5 ч. Ч.4. — Гродно: ГрГУ, 2000.
- Лисицина, Е.В.* Управление финансовой структурой капитала компании: Финансовый менеджмент. — М.: Финпресс. — 2005. — № 4.
- Савицкая, Г.В.* Экономический анализ: учеб. / Г.В.Савицкая. — 8-е изд., перераб. — М.: Новое знание, 2003.

### ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ЦЕНТР БГЭУ представляет

**Микроэкономика: учеб. пособие / А.В. Бондарь, В.А. Воробьев, Н.Н. Сухарева; под ред. А.В. Бондаря, В.А. Воробьева. — Минск: БГЭУ, 2007. — 415 с.**

Является логическим продолжением учебного пособия «Экономическая теория» (2006 г.) и содержит материал, характеризующий место микроэкономики в системе теоретических экономических дисциплин, анализирующий поведение потребителя и фирмы, функционирование рынков производственных ресурсов, теоретические основы, направления и инструменты государственного микроэкономического регулирования.

Адресовано студентам, получающим высшее образование по экономическим специальностям, магистрантам, аспирантам и преподавателям, а также всем желающим изучить микроэкономические закономерности более глубоко. Будет полезно практическим работникам министерств и ведомств.