

шивая эти показатели на удельный вес кредита в источниках формирования оборотного капитала; изменения объемов выпуска (реализации) продукции и полученные кредиты в исследуемом и базисном периодах.

Для исчисления эффективности кредитных вложений в динамике можно определять индекс кредитных вложений. Для этого, например, следует исчислить эффективность использования единицы оборотного капитала (прибыли, реализации) в анализируемом и базисном периодах, установить коэффициент использования оборотного капитала. Далее, рассчитать удельный вес кредита в формировании оборотного капитала в соответствующих периодах и определить изменения в росте. Отношения полученных результатов будет характеризовать сравнительную эффективность кредитных вложений.

Особое значение при определении эффективности банковского кредитования экономики на макроуровне имеют границы (пределы) кредитования. Можно выделить пространственную, временную и эмиссионную (качественную) границы кредита. Границы кредита представляют собой качественное обособление во времени и пространстве кредитных отношений от всех других стоимостных отношений. Эти границы имеют количественную характеристику, которая вытекает из соотношения потребностей экономики в кредитах и возможностей кредитования с точки зрения уровня развития кредитной системы и имеющихся ресурсов. Максимальный размер кредита в экономику может ориентироваться на объем ВВП+ВВП (повтор, т.е. реализация с участием посреднических звеньев) + ВВП (прошлого периода, реализуемого в текущем периоде) — ВВП (реализация которого произойдет в будущем) — ВВП (реализация которого обеспечивается за счет повторного обращения денег, скорости оборота).

Эмиссионная граница кредита означает предел возможностей создания на основе кредита будущих платежных средств. Одновременно существует понятие границ использования кредита, предел кредитования для отдельных субъектов кредитных отношений и видам кредитов.

*А.О. Левкович, канд. экон. наук, доцент
БГЭУ (Минск)*

ДИСКУССИОННЫЕ ВОПРОСЫ ТЕОРИИ ФИНАНСИРОВАНИЯ В УСЛОВИЯХ БЕЛОРУССКОЙ ЭКОНОМИКИ

Среди исследовательских проблем в сфере принятия решений о финансировании в работах зарубежных авторов ключевой является эффективное взаимодействие предприятия с финансовым рынком в процессе привлечения финансовых ресурсов. С этим тесно связана проблема определения оптимальной структуры капитала — соотношения заемных и собственных средств. Однако при этом 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.

При анализе проблемы поиска оптимального долга в структуре капитала предприятия возникает следующий вопрос: насколько существенно показатель структуры капитала влияет на значение средней стоимости капитала? Несмотря на более чем полувековую историю своего существования данный вопрос по-прежнему остается дискуссионным. Последователи традиционной теории (разработанной Д. Дюраном) считают, что средняя стоимость капитала фирмы существенно зависит от его структуры, и непременно существует оптимальная структура капитала, которая позволяет максимизировать общую стоимость предприятия. Основными факторами при принятии решений считаются налоговый выигрыш и цена банкротства. В противовес этому теория Модильяни-Миллера (ММ) приводит аналитическое доказательство слабой зависимости средней стоимости капитала от величины долга.

Необходимо отметить, что традиционная теория основана на слабой доказательной базе, а теория ММ была доказана для ограниченных условий, предусматривающих совершенство рынка капитала. Для белорусских субъектов хозяйствования, функционирующих в условиях несовершенного рынка, оба представленных подхода к структуре капитала не имеют практического значения.

Таким образом, в связи с невозможностью однозначного вывода по принципиальной оптимизации структуры финансирования существует объективная необходимость в разработке частных моделей оптимизации финансирования. Одной из наиболее распространенных на Западе моделей такого рода является модель эффекта финансового рычага, характеризующая 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, отражающая зависимость рентабельности собственного капитала от трех факторов: экономической рентабельности активов, плеча финансового рычага и ставки налога на прибыль.

В Республике Беларусь 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). Также необходимо отметить, что 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, что делает ее громоздкой и сложной в практическом использовании, так как выявление экономической рентабельности сопряжено с существенными трудовыми затратами и не сможет быть окуплено полезностью данной информации. Таким образом, для условий отечественной экономики точной формулы, с помощью которой можно было бы определить оптимальную структуру капитала, не существует.

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.