

## Современные подходы к оценке эффективности использования финансового капитала корпоративной интегрированной системы

© 2012 г. М.И. Бажанова \*

Особое место в повышении эффективности деятельности корпоративных интегрированных систем принадлежит оптимальному использованию финансового капитала. Обладая высокой динамикой и многообразием форм, финансовый капитал выступает в качестве механизма, с помощью которого происходит объединение хозяйствующих субъектов. Это позволяет корпоративной интегрированной системе не только действовать как единый целостный организм, но и получать более высокую прибыль на интегрированный капитал.

В связи с этим особую актуальность приобретает проблема оценки эффективности использования финансового капитала корпоративных интегрированных систем.

Прежде чем перейти к исследованию этой проблемы, необходимо рассмотреть понятие «эффективность» в целом.

Принцип эффективности является основополагающим в экономической теории. В настоящее время существует несколько подходов к определению понятия «эффективность».

Так, например, В. Зюзько рассматривает понятие «эффективность» с позиции решения задач с минимальными затратами ресурсов [1].

Я.В. Козлова и А.Б. Крутик под эффективностью понимают получение как можно большего экономического результата от использования доступных ограниченных ресурсов [2].

Р.М. Милакин трактует эффективность как разумность, рациональность, практическую и теоретическую обоснованность, необходимость чего-либо [3]. М.В. Ливсон под эффективностью понимает оценочную категорию, связанную с отношением ценности результата к ценности затрат [4].

В Современном экономическом словаре эффективность рассматривается как относительный эффект, результативность процесса, операции,

проекта, определяемые как отношение эффекта, результата к затратам, расходам, обусловившим, обеспечившим его получение [5].

Таким образом, представленные выше подходы позволяют рассматривать эффективность в различных аспектах. Она может быть экономической, научно-технической, социальной, экологической и т.д.

*Научно-техническая эффективность* представляет собой показатель, характеризующий технологический способ производства, рассчитанный с точки зрения соотношения затрат на внедрение и развитие технологии и результатов от ее внедрения [3, 6].

*Социальную эффективность* можно рассматривать как отношение полученных благоприятных социальных результатов к затратам на их достижение [7].

*Экологическая эффективность* – отношение полученного эффекта от улучшения экологической обстановки к затратам на его осуществление.

Необходимо отметить, что выбор оценки того или иного вида эффективности всецело зависит от целей и задач проводимого исследования. Так, например, исследование доходов и расходов государства должно проводиться с позиции социальной эффективности. Это обусловлено тем, что основной целью функционирования любого государства является решение задач, имеющих общественное значение.

Для корпоративной интегрированной системы как совокупности коммерческих организаций, действующих как единое целое, главной целью которой является получение максимальной прибыли на интегрированный капитал, на первый план выходит экономическая эффективность.

Рассмотрим понятие «экономическая эффективность» более подробно. На сегодняшний день существует несколько мнений и подходов к оценке экономической эффективности.

А.Г. Грязнова [8] трактует экономическую эффективность как характеристику экономической системы с позиции соотношения затрат и результатов ее функционирования.

В Экономико-математическом словаре экономическая эффективность рассматривается как спо-

\* Преподаватель каф. Бухгалтерский учет и финансы ФБГОУ ВПО Южно-Уральского государственного университета.

способность системы в процессе ее функционирования производить экономический эффект [9].

В Большой советской энциклопедии дается следующее определение экономической эффективности: «это отношение между получаемыми результатами производства – продукцией и материальными услугами, с одной стороны, и затратами труда и средств производства, с другой» [10].

Ряд экономистов, таких как А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин, Е.В. Негашев, рассматривают экономическую эффективность как сложную категорию экономической науки, пронизывающую все сферы практической деятельности, являющуюся основой построения количественных критериев ценности принимаемых решений, используемую для формирования материальной, функциональной, а также системной характеристик деятельности хозяйствующих субъектов [11].

Таким образом, в общем виде экономическую эффективность можно представить как отношение полученного положительного эффекта в результате жизнедеятельности системы к величине затрат, направленных на его достижение.

Для оценки эффективности использования финансового капитала корпоративной интегрированной системы на сегодняшний день еще не выработан единый концептуальный подход.

Обзор существующих литературных источников позволил сделать вывод о том, что большинство экономистов в своих трудах ограничивается исследованием либо отдельных показателей, относящихся в целом к понятию «капитал», либо рассматривает проблему использования финансового капитала на уровне оценки финансового состояния предприятия.

Так, в работах В.С. Антоневича, И.Н. Герчиковой, В.Н. Глазуновой, О.В. Ефимовой, В.В. Ковалева, Б. Коласса, Г.А. Крамаренко, В.А. Русака и др. исследуется лишь методика оценки финансового состояния предприятия. В трудах И.А. Бланка, М.И. Билька, Н.Н. Тренева и др. приводится методика оценки эффективности управления финансами в рамках предпринимательских структур. При этом не приводятся сведения об оценке эффективности использования именно финансового капитала.

Анализ экономической литературы позволил выделить несколько подходов, которые можно было бы применить для оценки экономической эффективности использования финансового капитала.

Первый подход основывается на расчете показателей рентабельности. Его представители А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин, Е.В. Негашев [11] и Т.Г. Плешкова [12] предлагают оценку экономической эффективности использования капитала осуществлять на основе расчета следующих показателей:

- показатель экономической эффективности использования совокупного капитала;
- показатель экономической эффективности использования собственного капитала;
- показатель экономической эффективности использования заемного капитала.

Для оценки экономической эффективности использования совокупного финансового капитала экономисты предлагают использовать следующий показатель:

$$PCOFK = \frac{ЧП}{COFK} \cdot 100, \quad (1)$$

где PCOFK – рентабельность совокупного финансового капитала, %; ЧП – чистая прибыль предприятия в исследуемом периоде, ден. ед.; COFK – величина совокупного финансового капитала, ден. ед.

Оценку эффективности использования собственного капитала авторы предлагают осуществлять аналогичным образом:

$$PCFK = \frac{ЧП}{CFK} \cdot 100, \quad (2)$$

где PCFK – рентабельность собственного финансового капитала предприятия, %; ЧП – величина чистой прибыли предприятия в исследуемом периоде, ден. ед.; CFK – величина собственного капитала предприятия, ден. ед.

Для более глубокого анализа экономической эффективности использования собственного капитала Т.Г. Плешкова предлагает дополнить представленный выше показатель рентабельности методом цепных подстановок, который позволяет оценить влияние всех факторов на изменение значения рассчитываемого показателя:

$$PCFK = \frac{ЧП}{CFK} = \frac{ЧП}{BP} \cdot \frac{BP}{A} \cdot \frac{A}{CFK}, \quad (3)$$

где ЧП/БР – рентабельность продаж; БР/А – оборачиваемость активов; А/CFK – мультипликатор собственного финансового капитала.

Экономическую эффективность использования заемного капитала авторы рассматриваемого подхода предлагают оценивать с помощью плеча финансового рычага (соотношение между заемным и собственным капиталом организации) путем сравнения полученных расчетных значений с оптимальным, установленным «золотым» правилом финансового менеджмента (0,515, т.е. 0,34 : 0,66) [4].

Разрабатывая оценочные показатели, авторы руководствовались целью повышения эффективности деятельности предприятия путем оптимизации структуры капитала в системе управления финансовыми ресурсами. В связи с этим рассматривалась эффективность использования совокупного капитала организации. Несмотря на простоту расчета предложенной системы показателей, данный подход является не совсем корректным для оценки эффективности использования финансового капитала корпоративной интегрированной системы, т.к. он не учитывает величину дополнительных выгод, получаемых хозяйствующим субъектом в результате интеграции. Украинский

Показатели оценки эффективности использования финансового капитала предприятием	
Группа показателей	Расчетные показатели
1. Показатели, характеризующие стоимость формирования финансового капитала	КИССФК <sub>оп</sub> – Коэффициент изменения стоимости собственного финансового капитала
	КИССФК <sub>оп</sub> – Коэффициент изменения стоимости заемного финансового капитала
	КИССОФК <sub>оп</sub> – Коэффициент изменения стоимости совокупного финансового капитала
2. Показатели, характеризующие рентабельность финансового капитала	Уровень рентабельности совокупного финансового капитала
	Уровень рентабельности собственного финансового капитала
	Уровень рентабельности заемного финансового капитала
	Уровень рентабельности привлеченного финансового капитала (кредиторская задолженность)
	Уровень рентабельности отдельных видов собственного финансового капитала
	Уровень рентабельности отдельных видов заемного финансового капитала
3. Показатели, характеризующие оборачиваемость финансового капитала	Количество оборотов совокупного финансового капитала
	Количество оборотов собственного финансового капитала
	Количество оборотов заемного финансового капитала

ученый-экономист Ю.Н. Воробьев в своей работе «Финансовый капитал предприятий» [13] предложил оценивать эффективность использования финансового капитала с позиции расчета трех групп показателей.

Рассмотрим более подробно специфику расчета каждого представленного в **таблице** показателя.

*Коэффициент изменения стоимости собственного финансового капитала* представляет собой отношение стоимости собственного финансового капитала предприятия в отчетном периоде к его стоимости в предшествующем периоде:

$$\text{КИССФК}_{\text{оп}} = \frac{\text{ССФК}_{\text{оп}}}{\text{ССФК}_{\text{пп}}}, \quad (4)$$

где ССФК<sub>оп</sub> – стоимость собственного финансового капитала предприятия в отчетном периоде, ден. ед.; ССФК<sub>пп</sub> – стоимость собственного финансового капитала в предшествующем периоде, ден. ед.

Отрицательная динамика изменения данного коэффициента свидетельствует о повышении эффективности формирования собственного финансового капитала предприятия в отчетном периоде. (Стоимость собственного финансового капитала предприятия, по мнению Ю.Н. Воробьева, формируется из стоимости базовой части собственного капитала и стоимости капитализируемой прибыли.)

*Стоимость базовой части собственного капитала* хозяйствующего субъекта может быть определена следующим образом:

$$\text{СБЧСК} = \frac{\text{ЧПНВС}}{\text{ССУК} + \text{ССДК}} \cdot 100, \quad (5)$$

где СБЧСК – доля базовой части в собственном капитале, %; ПНВС – сумма чистой прибыли, направленная на выплату доходов собственникам предприятия, ден. ед.; ССУК – среднегодовая сумма уставного капитала, ден. ед.; ССДК – среднегодовая сумма добавочного капитала, ден. ед.

Для расчета стоимости капитализируемой прибыли, т.е. части нераспределенной прибыли, направленной на накопление, Ю.Н. Воробьев предлагает использовать следующую формулу:

$$\text{СКПП} = \frac{\text{ЧПП} \cdot \text{К}}{\text{КЧПП}} \cdot 100, \quad (6)$$

где СКПП – доля капитализируемой прибыли предприятия, %; ЧПП – величина чистой прибыли предприятия в рассматриваемый период, ден. ед.; К – коэффициент, на основании которого определяется возможный уровень выплат собственникам предприятия в будущих периодах, доли; КЧПП – величина капитализируемой чистой прибыли предприятия, ден. ед.

Отметим, что предложенная Ю.Н. Воробьевым методика определения стоимости собственного финансового капитала предприятия имеет некоторые существенные недостатки. Так, рассматривая уставной и добавочный капиталы как элементы, формирующие структуру собственного финансового капитала, не учитывается ряд следующих противоречий. Использовать финансовый капитал – это значит направить необходимую часть финансовых ресурсов предприятия на формирование его оборотных и внеоборотных активов с целью осуществления хозяйственной деятельности для получения прибыли. Но могут ли уставной и добавочный капиталы в полной мере рассматриваться как структурообразующие элементы финансового капитала? Для ответа на этот вопрос обратимся к классической трактовке терминов «уставной капитал» и «добавочный капитал».

Уставной капитал – это сумма средств, первоначально инвестированных собственниками для обеспечения уставной деятельности организации [14]. Следовательно, данный вид капитала правомерно рассматривать как финансовый капитал лишь для вновь создаваемых предприятий. Анализ отечественной и зарубежной практики управления свидетельствует о том, что уставной капитал действующего предприятия не несет в себе финансовой составляющей и представляет собой лишь запись в учредительном документе.

Добавочный капитал – это часть капитала организации, не связанная с вкладами участников и притоком капитала за счет прибыли, накопленной за время ее деятельности. Он образован из сумм дооценки основных средств, а также сумм, полученных сверх номинальной стоимости размещенных акций [15].

Из данного определения следует, что в качестве элемента, образующего структуру финансового капитала, можно рассматривать лишь сумму денежных средств, полученных сверх номинальной стоимости размещенных предприятием акций. Сумма дооценки основных средств не имеет материального денежного подкрепления и используется для определения реальной рыночной стоимости основного средства в случае привлечения инвестиций и анализа себестоимости продукции.

Рассматривая капитализируемую прибыль в качестве элемента, образующего структуру собственного финансового капитала, необходимо учитывать специфику действующего в России законодательства в области формирования фондов накопления. В советский период практика формирования фондов накопления и потребления имела широкое распространение и носила обязательный характер. В настоящее время формирование фондов накопления предприятиями, осуществляющими свою деятельность на территории Российской Федерации, носит добровольный характер. Поэтому, рассматривая специфику формирования стоимости собственного финансового капитала предприятия, необходимо учитывать тот факт, что не каждая коммерческая структура имеет фонд накопления.

Коэффициент изменения стоимости заемного финансового капитала представляет собой величину сравнения заемного финансового капитала предприятия в отчетном периоде с его величиной в предшествующем периоде:

$$КИСЗФК_{оп} = \frac{СЗФК_{оп}}{СЗФК_{пп}}, \quad (7)$$

где  $СЗФК_{оп}$  – стоимость заемного (привлеченного) финансового капитала предприятия в отчетном периоде, ден. ед.;  $СЗФК_{пп}$  – стоимость заемного финансового капитала в предшествующем периоде, ден. ед.

Отрицательная динамика изменения данного показателя свидетельствует об экономической эффективности формирования заемного (привлеченного) финансового капитала предприятия.

Оценку стоимости заемного финансового капитала Ю.Н. Воробьев предлагает проводить по всем элементам, образующим его структуру. За основу он берет схему элементов, образующих структуру заемного финансового капитала, предложенную И.А. Бланком [16]:

- финансовый кредит (банковский кредит и финансовый лизинг);
- заемный финансовый капитал, формируемый за счет эмиссии облигаций;
- коммерческий (товарный) кредит (краткосрочная отсрочка платежа за поставленные товары и услуги);
- долгосрочная отсрочка платежа, оформленная векселем;

– кредиторская задолженность предприятия.

Рассмотрим специфику оценки стоимости каждого из представленных выше элементов более подробно.

Оценку стоимости банковского кредита экономист предлагает осуществлять на основании процентной ставки, определяющей величину основных затрат на его привлечение и обслуживание, по формуле:

$$СБК = \left(1 - \frac{ФННП}{ОППДНО}\right) \cdot \frac{СП}{КРПБК}, \quad (8)$$

где СБК – ставка банковского кредита (как краткосрочного, так и долгосрочного), %; ФННП – величина фактического налога на прибыль, ден. ед.; ОППДНО – величина общей прибыли до налогообложения, ден. ед.; СП – годовая ставка процента по банковскому кредиту, %; КРПБК – коэффициент расходов по привлечению банковского кредита (рассчитывается как отношение величины расходов по привлечению банковского кредита и суммы банковского кредита), доли.

Для определения стоимости финансового лизинга Ю.Н. Воробьев предлагает использовать ставку лизинговых платежей, которая базируется на норме амортизации и норме обслуживания лизингового долга:

$$СФЛ = \left(1 - \frac{ФНП}{ОППДНО}\right) \cdot \frac{СЛП - НА}{1 - КРПФЛ}, \quad (9)$$

где СФЛ – доля финансового капитала, привлеченного за счет финансового лизинга, %; СЛП – годовая ставка лизинговых платежей, %; НА – годовая норма амортизации основных активов, приобретенных на условиях финансового лизинга, %; КРПФЛ – коэффициент расходов по привлечению финансового лизинга, рассчитанный как отношение расходов по привлечению основных активов к сумме основных активов, доли.

Оценку стоимости финансового капитала, формируемого за счет облигационного займа, Ю.Н. Воробьев предлагает осуществлять исходя из вида дохода, получаемого владельцем облигации.

Для оценки стоимости финансового капитала, формируемого за счет эмиссии облигаций, предполагающих купонный доход, может быть использована следующая формула:

$$СОЗКД = \left(1 - \frac{ФНП}{ОППДНО}\right) \cdot \frac{СКПОЗ}{1 - КРОЗ}, \quad (10)$$

где СОЗКД – ставка или доля облигационного займа, предполагающего купонный доход, %; СКПОЗ – ставка купонного процента по облигационному займу, %; КРОЗ – коэффициент расходов по облигационному займу, доли.



Для стоимости финансового капитала, формируемого за счет эмиссии облигаций, размещенных с дисконтом, может быть использована следующая формула:

$$\text{СОЗДВ} = \left(1 - \frac{\text{ФНП}}{\text{ОППДНО}}\right) \cdot \frac{\text{СДВО}}{(1 - \text{КРОЗ}) \cdot (\text{НСО} - \text{СДВО})}, \quad (11)$$

где СОЗДВ – ставка или доля облигационного займа, предполагающего дисконтные выплаты, %; СДВО – среднегодовые дисконтные выплаты по облигационному займу, ден. ед.; НСО – номинальная стоимость облигационного займа, ден. ед.

В зависимости от вида коммерческого кредита его стоимость может быть определена следующим образом.

Стоимость коммерческого кредита, предполагающего краткосрочную отсрочку платежа за поставленные товары или оказанные услуги, может быть рассчитана как скидка с цены приобретаемого товара в случае наличного платежа:

$$\text{СКККОП} = \left(1 - \frac{\text{ФНП}}{\text{ОППДНО}}\right) \cdot \frac{\text{ЦСПОНП} \cdot 365 \cdot \text{К}}{\text{ДОП}}, \quad (12)$$

где СКККОП – ставка коммерческого кредита с краткосрочной отсрочкой платежа за поставленные товары (оказанные услуги), %; ЦСПОНП – величина ценовой скидки в случае приобретения товара (услуги) за наличный расчет, %; К – коэффициент поправки за каждый день просрочки платежа ( $K > 1$ ), доли; ДОП – длительность отсрочки платежа, сут.

Стоимость коммерческого кредита, предполагающего долгосрочную отсрочку платежа, оформленную векселем, Воробьев Ю.Н. предлагает рассчитывать аналогично стоимости банковского кредита с учетом потери скидки, получаемой предприятием в случае приобретения товара за наличный расчет:

$$\text{СККДОП} = \left(1 - \frac{\text{ФНП}}{\text{ОППДНО}}\right) \cdot \frac{\text{СПКВ} \cdot 365 \cdot \text{К}}{1 - \text{ЦСПОНП}}, \quad (13)$$

где СККДОП – ставка коммерческого кредита с долгосрочной отсрочкой платежа, оформленной векселем, %; СПКВ – ставка процента по кредиту, оформленному векселем, %.

Стоимость кредиторской задолженности Ю.Н. Воробьев предлагает рассматривать с позиции упущенной выгоды в случае размещения данных средств на депозитный счет банка:

$$\text{СКЗП} = \left(1 - \frac{\text{ФНП}}{\text{ОППДНО}}\right) \cdot \frac{\text{СПД} \cdot \text{НЛ}}{1 - \text{К}}, \quad (14)$$

где СКЗП – величина упущенной выгоды в результате образования у предприятия кредиторской задолженности, %; СПД – процентная ставка в случае размещения свободных денежных средств (равных величине кредиторской задолженности) на банковский депозит, %; НП – нормативный период функционирования кредиторской задолженности, рассчитанный как отношение количества дней функционирования кредиторской задолженности к общему числу дней в году, доли; К – коэффициент расходов в случае размещения данных денежных средств на банковский депозит, доли.

Необходимо отметить, что для корректности расчета стоимости каждого элемента, формирующего структуру заемного финансового капитала, Ю.Н. Воробьев использует налоговый корректор:

$$\text{НК} = 1 - \frac{\text{ФНП}}{\text{ОППДНО}}. \quad (15)$$

Целесообразность применения данного показателя обусловлена экономической природой заемного финансового капитала. Привлекая заемные финансовые ресурсы, предприятие в соответствии с действующим налоговым законодательством относит затраты по их обслуживанию на себестоимость выпускаемой продукции, тем самым уменьшая величину налогооблагаемой базы. Это приводит к уменьшению размера выплачиваемого предприятием налога на прибыль и, следовательно, к снижению стоимости заемного финансового капитала. Однако, по мнению автора статьи, такой подход не учитывает тот факт, что размещение временно свободных денежных средств хозяйствующего субъекта на банковском депозите приводит к получению дохода от внереализационной деятельности, который в конечном итоге включается в размер налогооблагаемой базы, тем самым увеличивая ее. После оценки стоимости каждого элемента, формирующего структуру заемного финансового капитала, Ю.Н. Воробьев предлагает рассчитать его средневзвешенную стоимость по формуле:

$$\text{СЗФК} = 0,01 \cdot \sum_{j=1}^n \text{СЗФК}_j \cdot \text{УВ}_j, \quad (16)$$

где СЗФК – доля средневзвешенной стоимости совокупного заемного финансового капитала, %; 0,01 – коэффициент пропорциональности;  $n$  – количество элементов, формирующих структуру заемного финансового капитала, единицы;  $\text{СЗФК}_j$  – стоимость  $j$ -го элемента, образующего структуру заемного финансового капитала, %;  $\text{УВ}_j$  – удельный вес  $j$ -го элемента, образующего структуру заемного финансового капитала, %.

Коэффициент изменения стоимости совокупного финансового капитала в отчетном периоде представляет собой отношение стоимости совокупного финансового капитала в отчетном периоде к его стоимости в предшествующем периоде. Для расчета

данного показателя может быть использована следующая формула:

$$\text{КИССОФК}_{\text{оп}} = \frac{\text{СОСФК}_{\text{оп}}}{\text{СОСФК}_{\text{пп}}}, \quad (17)$$

где  $\text{КИССОФК}_{\text{оп}}$  – коэффициент изменения стоимости совокупного финансового капитала в отчетном периоде;  $\text{СОСФК}_{\text{оп}}$  – совокупная стоимость финансового капитала предприятия в отчетном периоде;  $\text{СОСФК}_{\text{пп}}$  – совокупная стоимость финансового капитала в предшествующем периоде.

Причем отрицательная динамика изменения данного показателя свидетельствует об увеличении экономической эффективности формирования финансового капитала. Совокупная стоимость финансового капитала представляет собой затраты, связанные с его формированием. Для оценки этих затрат Ю.Н. Воробьев предлагает также использовать формулу средневзвешенной стоимости совокупного финансового капитала:

$$\text{СОФК} = 0,01 \cdot \sum_{j=1}^n \text{СОСФК}_j \cdot \text{УВ}_j, \quad (18)$$

где  $\text{СОСФК}$  – доля средневзвешенной стоимости совокупного финансового капитала предприятия, %; 0,01 – коэффициент пропорциональности;  $n$  – количество элементов, формирующих структуру совокупного финансового капитала, единицы;  $\text{СОСФК}_j$  – стоимость  $j$ -го элемента, образующего структуру совокупного финансового капитала, %;  $\text{УВ}_j$  – удельный вес  $j$ -го элемента, образующего структуру совокупного финансового капитала, %.

Необходимо отметить, что представленные выше показатели в большей степени характеризуют экономическую эффективность формирования финансового капитала, чем его использования. Однако их расчет необходим, так как формирование оптимальной величины и структуры финансового капитала находится в неразрывной связи с процессом его эффективного использования.

Наиболее полно характеризуют экономическую эффективность использования финансового капитала предприятия показатели его рентабельности и оборачиваемости.

Показатели рентабельности в общем виде представляют собой соотношение прибыли предприятия и финансовых показателей, которые явились предпосылками для ее возникновения. Экономическая природа финансового капитала делает его одной из составных частей ресурсного потенциала предприятия, главное назначение которой состоит в возможности достижения определенных финансовых результатов. В общем виде расчет показателей, характеризующих рентабельность финансового капитала предприятия, можно представить следующим образом.

*Уровень рентабельности совокупного финансового капитала* характеризуется отношением вели-

чины чистой прибыли предприятия в исследуемом периоде к стоимостной оценке совокупного финансового капитала. Для расчета данного показателя может быть использована представленная выше формула (1). Положительная динамика изменения данного показателя свидетельствует о повышении экономической эффективности использования совокупного финансового капитала предприятия.

*Уровень рентабельности собственного финансового капитала* может быть представлен как отношение чистой прибыли предприятия в исследуемом периоде к размеру собственного финансового капитала предприятия (см. 2).

Положительная динамика изменения расчетного значения данного показателя является подтверждением эффективности использования собственного финансового капитала предприятием.

*Уровень рентабельности заемного финансового капитала предприятия* может быть определен с помощью соотношения прибыли предприятия в исследуемом периоде и величины заемного финансового капитала. Расчетная формула выглядит следующим образом:

$$\text{УРЗФК} = \frac{\Pi}{\text{ЗФК}} \cdot 100, \quad (19)$$

где  $\text{УРЗФК}$  – уровень рентабельности заемного финансового капитала предприятия в исследуемом периоде, %;  $\Pi$  – величина прибыли предприятия в исследуемом периоде, ден. ед.;  $\text{ЗФК}$  – величина заемного финансового капитала предприятия в исследуемом периоде, ден. ед.

Увеличение с течением времени уровня рентабельности заемного финансового капитала предприятия свидетельствует о повышении эффективности его использования.

Целесообразно отметить, что финансовый капитал предприятия имеет сложную неоднородную структуру, включающую в себя различные элементы собственного и заемного капитала. Это обуславливает необходимость оценки экономической эффективности использования каждого элемента, входящего в состав финансового капитала. Такая оценка, по мнению Ю.Н. Воробьева, возможна посредством расчета четырех видов показателей (см. таблицу):

- уровня рентабельности привлеченного финансового капитала (кредиторской задолженности);
- уровня рентабельности отдельных видов собственного финансового капитала;
- уровня рентабельности отдельных видов заемного финансового капитала;
- уровня рентабельности отдельных видов привлеченного финансового капитала.

Рассмотрим специфику расчета каждого из перечисленных выше показателей более подробно.

В общем виде *рентабельность кредиторской задолженности* представляет собой соотношение прибыли предприятия и величины кредиторской задолженности в исследуемом периоде:

$$PK3 = \frac{\Pi}{K3} \cdot 100, \quad (20)$$

где PK3 – рентабельность кредиторской задолженности предприятия в исследуемом периоде, %;  $\Pi$  – прибыль предприятия в исследуемом периоде, ден. ед.; K3 – величина совокупной кредиторской задолженности предприятия в исследуемом периоде, ден. ед.

Рентабельность отдельных видов собственного финансового капитала может быть рассчитана по следующей формуле:

$$PCFK_i = \frac{\Pi}{CFK_i} \cdot 100, \quad (21)$$

где PCFK<sub>i</sub> – рентабельность *i*-го элемента, образующего структуру собственного финансового капитала, %; CFK<sub>i</sub> – величина *i*-го элемента, образующего структуру собственного финансового капитала, ден. ед.

Уровень рентабельности отдельных видов заемного финансового капитала представляет собой отношение величины прибыли предприятия в исследуемом периоде к величине каждого элемента, образующего структуру заемного финансового капитала:

$$P3FK_i = \frac{\Pi}{3FK_i} \cdot 100, \quad (22)$$

где P3FK<sub>i</sub> – рентабельность *i*-го элемента заемного финансового капитала, %; 3FK<sub>i</sub> – величина *i*-го элемента, образующего структуру заемного финансового капитала, ден. ед.

Рентабельность отдельных видов привлеченного финансового капитала может быть рассчитана по формуле:

$$PPFK_i = \frac{\Pi}{PFK_i} \cdot 100, \quad (22)$$

где PPFK<sub>i</sub> – рентабельность *i*-го элемента привлеченного финансового капитала, %; PFK<sub>i</sub> – величина *i*-го элемента, образующего структуру привлеченного финансового капитала, ден. ед.

Положительная динамика изменения представленных показателей также свидетельствует о повышении эффективности использования каждого элемента, образующего структуру финансового капитала.

Наибольшую ценность в оценке эффективности использования финансового капитала хозяйствующего субъекта, по мнению Ю.Н. Воробьева, имеет третья группа показателей (см. таблицу) – показатели, характеризующие оборачиваемость финансового капитала. Рассмотрим специфику расчета каждого из них более подробно.

Количество оборотов совокупного финансового капитала характеризуется отношением выручки от реализации продукции к величине собственного финансового капитала:

$$KOCOFK = \frac{BP}{COFK}, \quad (24)$$

где KOCOFK – количество оборотов совокупного финансового капитала предприятия, ед.; BP – величина выручки от реализации в исследуемом периоде, ден. ед.; COFK – величина совокупного финансового капитала предприятия, ден. ед.

Количество оборотов заемного финансового капитала предприятия определяется по формуле:

$$KO3FK = \frac{BP}{3FK}, \quad (25)$$

где KO3FK – количество оборотов заемного финансового капитала предприятия, ед.; 3FK – величина заемного финансового капитала предприятия, ден. ед.

Количество оборотов собственного финансового капитала может быть рассчитано по формуле:

$$KOCFK = \frac{BP}{CFK}, \quad (26)$$

где KOCFK – количество оборотов собственного финансового капитала предприятия, ед.; CFK – величина собственного финансового капитала предприятия, ден. ед.

Положительная динамика изменения показателей оборачиваемости финансового капитала предприятия будет свидетельствовать об эффективности его использования.

Таким образом, предложенный Ю.Н. Воробьевым подход к оценке эффективности функционирования финансового капитала предприятия является довольно аргументированным. Предложенная им система показателей позволяет оценить не только эффективность использования финансового капитала, но и эффективность его формирования. Кроме того, в работе представлены результаты практической апробации подхода.

Вместе с тем предложенный подход к оценке эффективности использования финансового капитала хозяйствующего субъекта нельзя считать универсальным и он не лишен ряда недостатков. Так, например, расчет второй и третьей групп показателей эффективности основан на данных бухгалтерской отчетности, которые имеют ряд существенных недостатков.

Во-первых, в них не учитывают аспект временной стоимости денег. Рассматривая эффективность использования финансового капитала с позиции его рентабельности и оборачиваемости, необходимо обеспечивать стоимостную сопоставимость «затраченных ресурсов» и полученного результата, т.е.

выручка от реализации и отчетная прибыль должны быть скорректированы с учетом фактора времени.

Во-вторых, данные бухгалтерской отчетности не отражают возможных рисков, связанных с получением прибыли компанией.

Следует отметить, что, несмотря на всестороннюю оценку эффективности функционирования финансового капитала предприятия, Ю.Н. Воробьев так и не предложил единый интегральный показатель, с помощью которого можно было бы комплексно оценить эффективность использования финансового капитала в рамках хозяйствующего субъекта.

Третий подход к оценке эффективности использования финансового капитала был предложен Р.М. Милакиным [3], который, проанализировав существующие подходы оценки эффективности использования элементов, образующих структуру финансового капитала предприятия акционерной формы собственности, привел весомые аргументы против целесообразности их применения. Он предложил оценить эффективность использования финансового капитала акционерного общества открытого типа с позиции достижения максимального результата его деятельности, выраженного в виде прироста не только экономической прибыли, но и рыночной капитализации компании, при заранее заданном объеме затрат (ресурсов). В качестве результативного показателя деятельности акционерного общества Р.М. Милакин предлагает рассматривать прирост совокупной рыночной стоимости всех акций общества, а в качестве ресурсного показателя – прирост совокупных затрат на расширение производства. Рассматривая изначально прирост объема финансового капитала в качестве ресурсного показателя, Р.М. Милакин пришел к выводу, что сами по себе финансовые ресурсы не оказывают прямого влияния на повышение рыночной капитализации акционерного общества. Исследовав специфическое значение финансового капитала, он сделал вывод о том, что рост его капитализации возможен посредством обеспечения затрат на факторы производства, поэтому именно затраты на расширение производства являются конечным ресурсным показателем.

На основе анализа экономической литературы Р.М. Милакин сделал вывод о том, что отсутствует показатель зависимости рыночной капитализации акционерного общества от затрат. Ближайшим к такому показателю по экономическому смыслу является мультипликатор «Р/Е», который представляет собой отношение рыночной стоимости компании к ее чистой прибыли. Поэтому для оценки эффективности использования финансового капитала акционерного общества Р.М. Милакин предложил следующий показатель:

$$\text{ПЗКЗ} = \frac{\Delta K}{\Delta Z}, \quad (27)$$

где ПЗКЗ – показатель зависимости рыночной капитализации от затрат;  $\Delta K$  – изменение капитализации компании за исследуемый период;  $\Delta Z$  –

изменение затрат на расширение производства за исследуемый период.

Необходимо отметить, что в своей работе он привел два возможных способа расчета числителя и знаменателя:

– как абсолютное изменение ( $\Delta K = K_1 - K_0$ ;  $\Delta Z = Z_1 - Z_0$ );

– как относительное изменение  $\left( \Delta K = \frac{K_1}{K_0}; \Delta Z = \frac{Z_1}{Z_0} \right)$ .

Анализируя показатель зависимости рыночной капитализации акционерного общества от затрат, Р.М. Милакин пришел к выводу, что показатель, в основу расчета которого положено абсолютное изменение капитализации компании и затрат на расширение производства, является менее информативным, чем показатель, рассчитанный на относительной основе. Это обусловлено тем, что в первом случае числитель и знаменатель представленного показателя могут принимать как положительные, так и отрицательные значения. Поэтому показатель зависимости рыночной капитализации общества от затрат, рассчитанный на абсолютной основе, требует дополнительного анализа значений его знаменателя и числителя.

Показатель, рассчитанный на относительной основе, по мнению автора, не имеет изъянов и является единственно верным, так как исключает возможность принятия числителем и знаменателем как положительных, так и отрицательных значений.

В качестве источника информации для расчета числителя ПЗКЗ Р.М. Милакин предлагает использовать данные финансового рынка, а для расчета знаменателя – данные финансовой отчетности компании. Причем, по его мнению, при расчете знаменателя представленного показателя необходимо учитывать все затраты компании:

– себестоимость реализованной продукции, товаров и услуг;

– величину финансовых ресурсов акционерных обществ, reinvestируемых в производство, принимающую форму инвестиций и капитальных вложений;

– прямые затраты на выкуп собственных акций компании.

Расчет первых двух групп элементов, образующих структуру затрат акционерного общества, Р.М. Милакин предлагает осуществлять на основе данных бухгалтерской отчетности, составленной по российским стандартам (первый элемент – строка 020 формы № 2; второй элемент – строки (280 + 290 + 320 + 330) формы № 4) и по МСФО (первый элемент – строка «Себестоимость реализованной продукции» отчета о прибылях и убытках; второй элемент – суммы строк «Приобретение дочерних предприятий» и «Приобретение основных средств» раздела «Инвестиционная деятельность» отчета о движении денежных средств).

Третий элемент затрат акционерного общества может быть рассчитан только на основе данных МСФО



(строка «Денежные средства, направленные на выкуп собственных акций» раздела «Финансовая деятельность» отчета о движении денежных средств).

Таким образом, предложенный Р.М. Милакиным подход к оценке эффективности использования финансового капитала акционерного общества может быть использован благодаря простоте расчета для экспресс-анализа эффективности функционирования акционерного общества вместо расчета ряда стандартных показателей рентабельности.

Тем не менее анализ литературы и сложившейся экономической ситуации в России позволил сделать вывод о том, что предложенный Р.М. Милакиным подход к оценке эффективности использования финансового капитала также имеет ряд существенных недостатков.

Рассматривая показатель зависимости рыночной капитализации общества от затрат как критерий эффективности использования финансового капитала акционерного общества, автор не учитывает тот факт, что на рыночную стоимость компании, помимо финансового капитала, с помощью которого осуществляются затраты на расширение производства, оказывает влияние ряд других факторов (затраты на создание аналогичных предприятий в отрасли; ожидания акционеров и инвесторов; риск получения доходов; структура совокупного капитала компании; степень контроля над бизнесом и степень ликвидности активов и т.д.). Это позволяет сделать вывод о том, что увеличение рыночной стоимости акционерного общества может быть обусловлено не столько увеличением затрат на расширение производства, сколько изменением влияния одного из перечисленных выше факторов.

Кроме того, исследование российского вторичного рынка ценных бумаг свидетельствует о том, что в биржевых торгах участвуют бумаги далеко не всех существующих в стране акционерных обществ открытого типа. Это обусловлено тем, что под воздействием сложившейся экономической ситуации наибольшим спросом пользуются акции лишь крупных, известных компаний. Поэтому данный подход к оценке эффективности использования финансового капитала является практически неприменимым для малоизвестных компаний, акции которых не котируются на вторичном рынке.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что представленные выше подходы, несмотря на их научную обоснованность, не могут комплексно, в полной мере оценить эффективность использования финансового капитала корпоративной интегрированной системы. Это обусловлено сложностью процесса интеграции нескольких хозяйствующих субъектов. Поэтому задача разработки такой методики

для комплексной оценки эффективности использования финансового капитала корпоративной интегрированной системы весьма важна. При этом предложенные в данной работе подходы с использованием различных показателей могут служить основой для такой методики.

#### Библиографический список

1. [http://www.taler-spb.ru/vipusk\\_19\\_otsenka\\_e/](http://www.taler-spb.ru/vipusk_19_otsenka_e/)
2. Козлова Я.В., Крутик А.Б. Эффективность использования основных производственных фондов и капитальных вложений в условиях перехода к рынку. – М.: АО «МАШМИР», 1993. – 140 с.
3. Милакин Р.М. Повышение эффективности использования финансовых ресурсов акционерных обществ в России: диссертация к.э.н.: 08.00.10. – Москва, 2007. – 254 с.
4. Ливсон М.В. Комплексная система управления эффективностью использования основного капитала полиграфических предприятий: диссертация к.э.н.: 08.00.05. – Москва, 2004. – 205 с.
5. [http://slovari.yandex.ru/эффективность\\_это/](http://slovari.yandex.ru/эффективность_это/) Экономический словарь/Эффективность/
6. [http://slovari.yandex.ru/технологическая\\_эффективность/Лопатников/Технологическая \(техническая\) эффективность/](http://slovari.yandex.ru/технологическая_эффективность/Лопатников/Технологическая_(техническая)_эффективность/)
7. [http://slovari.yandex.ru/социальная\\_эффективность/Экономический словарь/Социальная эффективность/](http://slovari.yandex.ru/социальная_эффективность/Экономический_словарь/Социальная_эффективность/)
8. Грязнова А.Г. Финансово-кредитный энциклопедический словарь. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 1165 с.
9. [http://slovari.yandex.ru/экономическая\\_эффективность/Лопатников/Экономическая эффективность/](http://slovari.yandex.ru/экономическая_эффективность/Лопатников/Экономическая_эффективность/)
10. [http://slovari.yandex.ru/~книги/БСЭ/Экономическая эффективность/](http://slovari.yandex.ru/~книги/БСЭ/Экономическая_эффективность/)
11. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 208 с.
12. Плешкова Т.Г. Оптимизация структуры капитала организации в системе управления финансовыми ресурсами: диссертация к.э.н.: 08.00.10. – Ставрополь, 2008. – 231 с.
13. Воробьев Ю.Н. Финансовый капитал предприятий: Теория, практика, упр. – Симферополь: Таврия, 2002. – 363 с.
14. [http://ru.wikipedia.org/wiki/Уставный\\_капитал](http://ru.wikipedia.org/wiki/Уставный_капитал)
15. [http://mirslovarei.com/content\\_eco/dobavochnyj-kapital-8071.html](http://mirslovarei.com/content_eco/dobavochnyj-kapital-8071.html)
16. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: Учеб. курс. – Киев: Эльга: Ника-центр, 2005. – 653 с.