

Существовавшая ранее форма оценки уровня качества одежды в настоящее время не используется.

Контроль качества также проводится нерегулярно и только по порокам. Авторы статьи предлагают видоизменить оценку качества, включив в нее как элементы контроля качества, так и оценки уровня качества.

Для этого из всего перечня показателей потребительских свойств следует брать только те свойства и показатели, которые оказывают существенное влияние на формирование уровня качества и его сохранение в период эксплуатации. В сфере эксплуатации должны быть взяты показатели по упрощенному варианту, доступному образовательному уровню специалистов торговых предприятий с широким вовлечением в оценку потребителей и независимых потребительских организаций.

Естественно, что в этом случае при тщательном отборе могут выступать показатели качества четвертого — пятого — шестого уровней (по классификации проф. Е.Б. Кобляковой).

Литература

1. Товароведение промышленных товаров. Учеб. пособие. М., 1969.
2. *Слуцкий М.Я., Тарелкин К.Д., Гришаева Г.К.* Швейные товары, головные уборы и меха. Учеб. М., 1968.
3. *Гусейнова Т.С., Жильцова Г.В., Коврижных М.Ф.* Товароведение швейных и трикотажных товаров. Учеб. М., 1971.
4. *Гусейнова Т.С., Жильцова Г.В.* Товароведение швейных и трикотажных товаров. Учеб. М., 1979.
5. *Гусейнова Т.С., Жильцова Г.В.* Товароведение швейных и трикотажных товаров. Учеб. М., 1985.
6. *Гусейнова Т.С.* Товароведение швейных и трикотажных товаров. Учеб. М., 1991.
7. Товароведение промышленных товаров. Учеб. М., 1978.
8. *Алексеев Н.С., Ганцов Ш.К., Кутянин Т.Н.* Теоретические основы товароведения непродовольственных товаров. М., 1988.
9. *Третьякова Н.Я.* Товароведу об оценке качества одежды. М., 1974.
10. *Шершинева Л.П.* Качество одежды. М., 1985.
11. ГОСТ 15467-79. Управление качеством продукции. Основные понятия. Термины и определения. М.
12. ГОСТ 4.45-86. Система показателей качества продукции. Изделия швейные бытового назначения. Номенклатура показателей. М.
13. ГОСТ 4.26-80. Изделия трикотажные. Номенклатура показателей. М.
14. *Гусейнова Т.С.* Товароведение швейных и трикотажных товаров. М., 1991.
15. *Миклушов М.Н.* К вопросу номенклатуры показателей качества одежных товаров // Товары народного потребления: Межвед. сб. Вып. 13. Мн., 1986.
16. *Скляшников В.П.* Потребительские свойства текстильных товаров. М., 1982.

И.И. КИКОТЬ

К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

При управлении предприятием возникают вопросы оценки инвестиционных вложений в недвижимость, определения эффективности вложений в инвестиционные проекты. Принятие управленческих решений основывается на расчете такого важнейшего элемента, как стоимость собственного капитала. Стоимость капитала в общем понимании представляет собой издержки, связанные с привлечением и функционированием капитала. Основываясь на этом представлении, легко оценить стоимость заемного капитала и собственного капитала, сформированного как совокупность вкладов акционеров. В последнем случае издержки, обслуживающие

Ирина Ипполитовна КИКОТЬ, доцент кафедры финансов, кредита и бухгалтерского учета производственной деятельности Белорусского торгово-экономического университета потребительской кооперации.

акционерный капитал — это дивиденды. Стоимость собственного капитала рассчитывается исходя из дивидендов, выплачиваемых по привилегированным акциям, и прогнозируемых дивидендов и темпов их роста по обыкновенным акциям.

Существуют и другие методы оценки стоимости собственного капитала, основанные на безрисковой ставке доходности и премии, учитывающей систематический риск — метод САМР. Особенностью метода САМР является то, что он отражает не затраты, обусловившие функционирование собственного капитала, а требуемую доходность инвестиций через значения безрисковой доходности и рыночного риска (формула 7). Эта модель используется для определения стоимости собственного капитала по анализируемым инвестиционным проектам.

Акционерный капитал, оцениваемый методом возмещения издержек на привлечение капитала, это только одна из составляющих собственного капитала. Участниками финансирования инвестиционных проектов являются амортизационный фонд, фонды накопления и нераспределенная прибыль. Для оценки нераспределенной прибыли предлагается концепция альтернативных издержек, основывающаяся на том, что предприятие располагает возможностями более эффективного использования средств, чем его акционеры. Следовательно, прибыль реинвестируется в производство, если акционеры удовлетворяют доходность по обыкновенным акциям и если реинвестирование прибыли в производство обеспечит доходность не меньшую, чем доходность по обыкновенным акциям. Исходя из этого делают вывод о том, что стоимость источника “нераспределенной прибыли” определяется доходностью, которую требуют акционеры по обыкновенным акциям. При этом для вычисления стоимости нового капитала стоимость нераспределенной прибыли, оцененная как стоимость обыкновенных акций, должна быть скорректирована на расходы по выпуску новых акций. Для оценки стоимости амортизационного фонда и фондов накопления, по мнению зарубежных авторов в области финансового менеджмента, целесообразно использовать средневзвешенную стоимость капитала.

Смысл принимаемой для оценки стоимости амортизационного фонда, фондов накопления средневзвешенной стоимости капитала состоит в том, что предприятие смогло бы распределить амортизационный фонд и часть средств фондов накопления, предназначенных для инвестиционного воспроизводства между акционерами и кредиторами по облигационным займам. В силу этого амортизационному фонду могут быть приписаны альтернативные затраты. Распределение средств между акционерами и кредиторами осуществляется, если у предприятия нет доступных проектов, доходность которых была бы равна средневзвешенной стоимости и выше. Очевидно, что предприятию нет смысла реинвестировать нераспределенную прибыль или привлекать новый капитал для финансирования таких проектов. Аналогично предприятие не будет использовать и амортизационный фонд. Если бы средства амортизационного фонда были распределены в соответствующей пропорции с целью соблюдения рациональной структуры между акционерами и кредиторами, то акционеры приобрели бы акции, обеспечивающие более высокую доходность. Точно так же привлеченные в качестве облигационных займов средства будут израсходованы на приобретение облигаций с более высокой доходностью. Средняя стоимость перечисленных источников: нераспределенная прибыль, акционерный капитал, привлеченный капитал (облигационные займы) представляет собой средневзвешенную стоимость капитала, расчет которой производится по известному алгоритму. Из всего сказанного и концепции альтернативных издержек логично предположить, что цена источника “амортизационный фонд” равна средневзвешенной стоимости капитала. В рамках концепции альтернативных издержек оценку амортизационного фонда можно осуществить по-иному, путем проведения параллели с методом оценки нераспределенной прибыли. Так, амортизационный фонд создается за счет отчислений, которые не вызывают оттока денежных средств и так же как и прибыль образуют поток денежных средств, аккумулируемый предприятием, у которого единый источник — валовой доход. Следовательно, правомерно предположить, что цена источника “амортизационный фонд” равна цене источника “нераспределенная прибыль” в силу того, что обе составляющие, имеющие одинаковую инвестиционную направленность и ис-

точник формирования. Кроме этого, данный подход для оценки стоимости амортизационного фонда более приемлем в условиях отечественного законодательства. В составе привлеченного капитала не учитывается такой вид заемных средств (более часто встречающийся), как банковский кредит. Изложенная логическая схема, основанная на концепции альтернативных издержек, для такого источника, как “банковский кредит”, мало приемлема, поскольку не существует альтернативной доходности для владельцев кредитных ресурсов — коммерческих банков. Их доходность определяется стоимостью приобретаемых ресурсов, операционных расходов и желаемым уровнем доходности банка.

Таким образом, есть противоречия в оценке собственного капитала на основе концепции альтернативных издержек, но также трудно оценить собственный капитал на основе критерия издержек, его обслуживающих, поскольку возможны случаи, когда на собственный капитал не предусмотрены выплаты учредителям (дольщикам) или они не производятся. Для этого случая воспользуемся расчетным методом оценки, основанным на предполагаемой (требуемой) инвестором отдаче на вложенный капитал с помощью метода капитализации приносимого дохода, применяемого для оценки стоимости предприятия, имеющего долг, по следующей формуле:

$$V = (\Pi - B_1 i_1 - B_2 i_2 + \tau B_1 i_1) / P_{\text{ск}1} + B, \quad (1)$$

где Π — прибыль предприятия при отсутствии долгов и после выплаты налогов; τ — уровень ставки по налогу на прибыль; B — совокупные долговые обязательства предприятия ($B = B_1 + B_2$); B_1 — долговые обязательства, проценты по которым включаются в себестоимость; B_2 — долгосрочные обязательства, проценты по которым не включаются в себестоимость (долгосрочные кредиты, облигационные займы); i_1 — процентная ставка по обязательствам, включаемым в себестоимость; i_2 — процентная ставка по обязательствам, не включаемым в себестоимость; $P_{\text{ск}1}$ — требуемая отдача от собственного капитала.

Стоимость предприятия может быть выражена следующим уравнением:

$$V = S + B, \quad (2)$$

где S — собственный капитал.

Подставляя уравнение (1) в уравнение (2) получим:

$$S + B = (\Pi - B_1 i_1 - B_2 i_2 + \tau B_1 i_1) / P_{\text{ск}1} + B.$$

Отсюда:

$$S = (\Pi - B_1 i_1 - B_2 i_2 + \tau B_1 i_1) / P_{\text{ск}1}. \quad (3)$$

Стоимость собственного капитала предприятия, не имеющего долгов, выражаемая через возможную отдачу на вложенные средства (рентабельность собственного капитала), выразим следующим образом:

$$P_{\text{ск}} = N / S_0, \quad (4)$$

где S_0 — новое значение собственного капитала, увеличенное на сумму прибыли.

Показатель N в уравнении (4) аналогичен показателю Π в уравнении (3). Выразив значение N в уравнении (4) через стоимость собственного капитала и подставив его в уравнение (3) получим:

$$\begin{aligned} S &= (P_{\text{ск}} \cdot S_0 - B_1 i_1 - B_2 i_2 + \tau B_1 i_1) / P_{\text{ск}1} = \\ &= (P_{\text{ск}} \cdot S_0 - (1 - \tau) B_1 i_1 - B_2 i_2) / P_{\text{ск}1}. \end{aligned} \quad (5)$$

Из уравнения (5) выразим стоимость собственного капитала ($P_{\text{ск}}$) предприятия, не имеющего долгов:

$$P_{\text{ск}} = (P_{\text{ск}1} S + B_2 i_2 + (1 - \tau) B_1 i_1) / S_0. \quad (6)$$

Уравнение (6), необходимое для того чтобы оценить стоимость собственного капитала предприятия свободного от долгов, учитывает только деловой риск. Это достигается с помощью метода САМР, когда в значении собственного капитала

предприятия, имеющего долг ($P_{ск1}$), отраженного в формуле (6), определяют минимальную (требуемую) инвестором отдачу с учетом заданного риска по следующей формуле:

$$P_{ск} = r_m + \beta(r - r_m), \quad (7)$$

где r_m — минимально гарантированная доходность по государственным ценным бумагам; r — требуемая инвестором доходность; β — коэффициент, учитывающий рискованность вложений.

Выражение $\beta(r - r_m)$ представляет собой премию инвестора за систематический риск. Применение выражения (6) в расчете окупаемости в качестве ставки дисконта при отборе инвестиционных проектов, для финансирования которых привлекаются собственный капитал и банковский кредит, более обоснованно, чем рекомендуемая в этом случае депозитная ставка процентов, поскольку отвечает интересам обоих владельцев капитала: банка и владельца собственного капитала, так как им необходимо быть уверенными, что показатель чистой текущей стоимости по проекту положителен. Причем банку будет гарантировано возмещение банковской ставки, а владельцу собственного капитала — минимально необходимая доходность с поправкой на производственный риск.

Используя модель САМР, собственник учитывает альтернативу, которую предлагает фондовый рынок в виде доходности государственных ценных бумаг. С помощью уравнения (6) можно учитывать и другие альтернативы: доходность альтернативного проекта, рентабельность вложений собственного капитала в текущую хозяйственную деятельность. Рентабельность собственного капитала, при расчете которой использовалась доходность альтернативного проекта, скорректированная на факторы риска, который несет проект, учитывает инвестиционный риск.

Если в качестве альтернативы учитывать доходность вложений в текущую операционную деятельность, то с помощью модели, которую выражает уравнение (6), можно учесть выигрыш, который получает предприятие за счет эффекта финансового рычага. Если предприятие поддерживает в долгосрочной перспективе постоянную структуру капитала, следовательно, задолженность по кредитам находится примерно на одном уровне, рентабельность собственного капитала повышается. Как рассчитывается требуемая инвестором отдача ($P_{ск}$), принимаемая для дисконтирования, и учитывается выигрыш от эффекта финансового рычага, рассмотрим на примере.

При постоянной структуре капитал, находящийся в соотношении 60 % собственного и 40 % заемного капитала, рентабельность собственного капитала составляет 3 %, и собственник, осуществляя инвестиционный проект, стремится ее сохранить. Заемный капитал представлен краткосрочными кредитами банка. При осуществлении инвестиционного проекта прогнозируемое соотношение изменится следующим образом: 30 % собственного капитала и 70 % заемного капитала. Увеличение доли заемного капитала связано с привлечением долгосрочных кредитов. Собственный капитал составляет 150 млн р. Заемный капитал после привлечения долгосрочных кредитов, предназначенных для инвестиционного финансирования, — 350 млн р., в том числе краткосрочный кредит — 210 млн р. Реальная процентная ставка за краткосрочный кредит — 14 %, за долгосрочный кредит — 17 %.

Тогда рентабельность собственного капитала предприятия, свободного от долгов, или требуемая инвестором отдача на вложенные в проект средства составит:

$$P_{ск} = (3 \% \cdot 150 + 140 \cdot 17 \% + (1 - 0,25) 210 \cdot 14 \%) / 150 = 33,6 \%$$

Чтобы учесть финансовый риск, который создает финансирование по средствам долгосрочного кредита, рентабельность собственного капитала, принимаемая в качестве ставки дисконта, при дисконтировании денежных потоков рассчитывается по следующей формуле:

$$P = P_{ск} (1 + B / V),$$

где B — сумма долгосрочного долга; V — стоимость всей собственности.

Для нашего примера:

$$P = 33,6 (1 + 140 / 500) = 43 \%$$