Глаголева Лилия Александровна. Процентная ставка как инструмент оценки стоимости и доходности на рынке капитала : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Глаголева Лилия Александровна; [Место защиты: Юж. федер. ун-т].- Ростов-на-Дону, 2009.- 228 с.: ил. РГБ ОД, 61 09-8/2298

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ДЕНЕГ ВО ВРЕМЕНИ 15

1.1. Процентная ставка в категориальной системе концепции стоимости денег во времени 15

1.2. Процентные платежи как форма денежных потоков 33

1.3. Особенности выбора и использования

безрисковой процентной ставки 45

ГЛАВА II ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА И ХАРАКТЕРИСТИКА СТОИМОСТИ НА РЫНКЕ КАПИТАЛА 67

2.1. Процентная ставка в механизме ценообразования» на рынке капитала 67

2.2. Интерпретация процентной ставки как ставки дисконтирования в оценке стоимости

финансовых активов на базе DCF-модели 93

ГЛАВА III ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА КАК СВЯЗУЮЩЕЕ ЗВЕНО МЕЖДУ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬЮ (ДОХОДНОСТЬЮ) И СТОИМОСТЬЮ КАПИТАЛА 126

3.1. Интерпретация процентной ставки как характеристики доходности на рынке капитала 126

3.2. Модели измерения стоимости капитала в процессе его мобилизации 141

3.3. Обоснование показателя внутренней нормы доходности инвестиций (IRRI) для оценки эффективности инвестиций 165

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 199

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ 204

ПРИЛОЖЕНИЕ 217

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования. В**условиях высокой неопределенности экономики управление деятельностью предприятия, выработка успешной финансовой стратегии, инвестиционно-финансовой активности являются жизненно необходимым залогом его успешного развития. В совре-менных условиях углубляющегося экономического спада в развитых национальных экономиках и развивающихся рынков денежный поток от базовых активов сократился и стал существенно менее предсказуем, что приводит к недооценке рисков инвесторами. Очевидно, что потенциал и значимость инструментов оценки стоимости капитала, адекватной оценки долгосрочных вложений трудно переоценить. Главным, порой непреодолимым, барьером на пути принятия решений финансового характера являются финансовые расчеты. Следует отметить, что в российской экономической науке определенные новации, прежде всего, коснулись именно логики и техники финансовых вычислений.

Некоторые коррективы в эту проблему вносит временной фактор, особенно при целесообразности и выгодности реализации инвестиционных проектов, которые могут оказать большое влияние не только на сохранение имеющихся или создание новых конкурентных преимуществ, но и на ценность компании, так как основная задача управления ее финансами состоит в максимизации рыночной стоимости (ценности), что является обычно необходимым и достаточным условием максимизации состояния (богатства) собственников фирмы, которое измеряется сегодняшней стоимостью фирмы. Среди понятий, связанных с оценкой стоимости денег во времени, базовым является понятие процентной ставки. Это понятие отличается многообразием конкретных его видов, используемых в практике инвестиционных вычислений. Безусловно, любой проект можно отбирать к реализации, руководствуясь в той или иной мере интуицией, однако ориентация на методы количественного обоснования представляется более оправданной. Одним из критических моментов в оценке единичного проекта или составления бюджета капи-

таловложений является выбор и обоснование критерия оценки. В аналитических оценках преимущество имеют критерии, представленные в терминах годовой процентной ставки.

К сожалению, в настоящее время ни в зарубежной, ни в отечественной науке нет вполне удовлетворительного способа найти точную норму доходности активов в условиях высокой неопределенности экономики. Осознание необходимости и важности поиска и обоснования соответствующего критерия убеждает в исключительной актуальности данной проблемы и обоснованности ее избрания в качестве темы диссертационного исследования.

Степень научной разработанности проблемы. В рамках современной финансовой теории и инвестиционного анализа разработаны подходы к раскрытию содержания процентной ставки, а также критерии оценки проектов повышения стоимости и доходности активов (Criteria for Projects Appraisal), т.е. показатели, используемые для а) отбора и ранжирования проектов, б) оптимизации эксплуатации проектов; в) формирования оптимальной инвестиционной программы. К основным критериям, учитывающим фактор времени, относят чистую дисконтированную стоимость (Net Present Value, NPV), чистую терминальную стоимость (Net Terminal Value, NTV), индекс рентабельности инвестиций (Profitability Index, PI), внутреннюю норму прибыли (Internal Rate of Return, IRR), модифицированную внутреннюю норма прибыли (Modified Internal Rate of Return, MIRR), дисконтированный срок окупаемости инвестиций (Discounted Payback Period, DPP).

Как показали результаты многочисленных обследований практики принятия решений в области инвестиционной политики в условиях рынка, базовыми являются NPV (абсолютный критерий) и IRR (относительный критерий). Подавляющее большинство исследователей проблем оценки эффективности инвестиций за рубежом и в России придерживаются именно этой точки зрения. Среди них: Р. Брейли, С. Майерс, У. Шарп, Л. Пастор, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли, Т. Коупленд, Т. Колер, Ю.Ф. Бригхэм, М.С. Эр-хардт, Д.Ван Хорн, Р. Эделен, Дж.Вахович мл., А. Дамодаран, Л. Гапенски, В.Н. Лившиц, С.А. Смоляк, А.В. Воронцовский, А.Н. Буренин, В.В. Ковалев, М.А, Лимитовский, И. А. Бланк, Е.М. Четыркин, Г.И. Сычева, Е.Б. Колбачев,

В.А. Сычев, В.И. Решецкий, др. Более категоричной точки зрения, а именно, что классические ставки NPV и IRR не следует широко использовать, придерживаются Л. Крушвиц, О.Б. Ложкин, Вал. Галасюк , Вик. Галасюк, А. Вишневская и др.

В работах Р.Брейли и Майерса, П.Л. Виленского, В.Н. Лившица, С.А. Смоляка, В.В.Ковалева, Валерия Галасюка, Виктора Галасюка, А Вишневской, О.Б. Ложкина и других сформулирован также ряд критических соображений по поводу основных базовых критериев. Однако, работ, специально посвященных оценке теоретической и методической значимости процентной ставки как основы указанных показателей нет.

Проблема заключается также в том, что при принятии решений инвестиционного характера зачастую полагаются на допущения, которые могут быть очень жесткими и даже неверными. Изложенное позволяет констатировать, что наиболее широко применяемые методы: метод NPV и метод IRR оказываются несостоятельными в вопросе учета вероятности и рисков денежных потоков. Именно это, в конечном итоге актуализирует тему настоящего диссертационного исследования, его теоретическую и практическую значимость, обуславливает выбор объекта и предмета исследования, формулировку цели исследования и этапных задач.

**Цель диссертационного исследования**состоит в обосновании и развитии теоретических положений о процентной ставке как инструменте оценки стоимости и доходности на рынке капитала.

Комплексный подход к достижению поставленной цели обусловил необходимость решения следующих задач:

проанализировать классическую концепцию временной ценности денег, счетные алгоритмы и методы, позволяющие учесть фактор времени в финансовых операциях и осуществить сравнение эффективности альтернативных вариантов операции через систему процентных ставок;

исследовать понятие процентной ставки как основное базовое понятие, связанное с оценкой стоимости денег во времени, разработать классификацию процентных ставок;

выявить особенности выбора и использования безрисковой ставки как отправной точки расчета ставки дисконтирования в процессе оценки эффективности финансовых операций;

обосновать комплексную роль процентной ставки на рынке капитала: в качестве цены, уплачиваемой за использование денежных средств, в качестве альтернативной стоимости (издержек) капитала, в качестве измерителя уровня (нормы) доходности осуществляемых операций;

выявить и проанализировать основные критические соображения по поводу базовых показателей - NPV и IRR.

разработать алгоритм расчета показателя внутренняя норма доходности инвестиций (IRRI) и доказать адекватность его применения (в качестве) как универсального критерия оценки эффективности инвестиций.

обосновать необходимость включения корректировок в процесс оценки стоимости и доходности активов в условиях неопределенности в виде скидок на риск, а не премий.

**Объектом диссертационного исследования**выступает рынок капитала.

**Предметом исследования**является процентная ставка как отражение цены денег во времени и инструмент оценки стоимости и доходности капитала.

**Теоретико-методологической основой диссертационного исследования**явились работы зарубежных и российских ученых — экономистов, специалистов в области управления финансами предприятий, которые внесли значительный вклад в разработку проблем изучения инструмента оценки стоимости и доходности на рынке капитала. При. этом были использованы фундаментальные классические исследования и труды современных ученых. Методологической основой послужили положения теории временной стоимости денег, средневзвешенной стоимости капитала, альтернативных затрат, концепция компромисса между риском и доходностью и других базовых концепций финансового менеджмента, положения теории управления инвестиционной деятельностью, современные теории по оценке инвестиционных проектов.

**Инструментарно-методический аппарат исследования.**При реализации цели и задач исследования использовался системный подход к изучению процентной ставки, определяющий ее как инструмент отражения цены денег во времени, как инструмент оценки стоимости и доходности на рынке капитала, что раскрывается в процессе проведения данного исследования с использованием экономико-математических методов, методов графического анализа информации, что способствовало обеспечению достоверности и надежности результатов исследования. В качестве методологического инструментария использовались методы, применяемые в финансовых расчетах, в анализе и оценке инвестиционной деятельности.

**Нормативно-правовую**базу диссертационного исследования составили Гражданский кодекс Российской Федерации, законодательные документы Российской Федерации, программные положения правительства Российской Федерации, разработки Министерства финансов и Министерства по экономики Российской Федерации.

Информационно-эмпирической **базой**обеспечения доказательности положений, достоверности выводов и рекомендаций явились материалы научно-практических конференций и симпозиумов по проблемам инвестиционной деятельности, а также информация, опубликованная в периодической печати и специализированных изданиях научной литературы, данные первичного управленческого учета предприятий, обзоры состояния внутреннего финансового рынка (данные ЦБ РФ), ежемесячные обзоры портфеля валютного и фондового рынков (данные сайта Forex Club), обзоры ИА «Финмаркет» (данные сайта rusbonds), отчеты консорциумов оценщиков, данные учета и отчетности ООО «Евродон».

**Рабочая гипотеза диссертационного исследования**состоит в анализе процентной ставки как инструмента стоимости и доходности на рынке капитала, выявлении недостатков существующих методов оценки эффективности вложений и теоретико-эмпирическом обосновании решения проблемы выбора критерия эффективности инвестиционных вложений в виде относительного показателя, выраженного в терминах годовой процентной ставки, который позволял бы осуществлять прямое сравнение критерия эффективности с по-

казателями стоимости капитала не номинально, как некоторый числовой параметр, а как сущностная характеристика самого инвестиционного проекта, его действительная норма прибыли и который согласуется с фундаментальными концепциями финансового менеджмента.

**Основные положения, выносимые на защиту:**

1. Процентная ставка является основополагающей категорией концепции стоимости денег во времени. Ее экономическое содержание отражает временное изменение цены денег (дисконтирование или компаундинг) и позволяет проводить непосредственное сравнение разновременных величин и соблюдать принцип финансовой эквивалентности во времени. Процентные платежи выступают временной формой денежных потоков, генерируемых в кредитном и инвестиционном процессах.
2. Расчет ставки дисконтирования в качестве исходного пункта предполагает выбор безрисковой ставки, которая гипотетически равна доходности актива, неподверженного риску невыполнения обязательств. Безрисковый актив определяется совокупностью признаков: ценная бумага, фиксированный доход, полная гарантия уплаты, единовременная выплата процентов в срок погашения. Однако реальная безрисковая ставка помимо номинальной безрисковой ставки учитывает и уровень прогнозируемой инфляции. В настоящее время наиболее подходящим национальным финансовым инструментом для определения безрисковой ставки являются валютные облигации РФ, другими инструментами выступают облигации федерального займа, депозиты Сбербанка РФ и др.
3. Структура рынка капитальных финансовых активов определяется задачами мобилизации капитала и финансирования инвестиций в соответствии с рыночной системой процентных ставок. Ценам на рынке капитала свойственны: динамичность, открытость, оперативность установления, высокая подверженность влиянию макроэкономических и институциональных факторов, межстрановое сглаживание. Повышение степени эффективности рынка капитала обеспечивает устойчивость рыночной доходности его финансовых инструментов, включающей реальную безрисковую ставку, премию на инфляцию, премию за ликвидность, премию за досрочное погашение.
4. В модели дисконтированного денежного потока (DCF- модели) процентная ставка служит для расчета внутренней (действительной, теоретической) стоимости капитального финансового актива и его нормы доходности на основе концепции альтернативных затрат, должна отражать степень риска конкретного инвестиционного актива, уровень среднерыночной доходности, ставку доходности реинвестирования, периодичность денежных потоков.
5. Практическое значение внутренней нормы рентабельности (IRR) определяется тем, что если она превышает стоимость капитала, исчисленную как средневзвешенная величина, то инвестиции в активы будут приносить положительную чистую приведенную стоимость и данный инвестиционный проект является предпочтительной альтернативой. К числу внешних факторов, снижающих доходность долговых финансовых инструментов, относятся: рост учетной ставки, повышение темпов инфляции, снижение уровня премии за ликвидность, падение уровня кредитного рейтинга эмитента, повышение уровня налогообложения инвестиционного дохода, спад конъюнктуры отраслевого и фондового рынков.
6. Ключевая роль стоимости капитала в финансовом управлении вытекает из основных функций данного показателя: характеристика деятельности коммерческой организации на долгосрочную перспективу; база составления бюджета капиталовложений; оценка стоимости бизнеса организации; фактор регулирования деятельности естественных монополий. На сложность определения стоимости капитала указывает тот факт, что и в отечественной, и в зарубежной литературе, посвященной вопросам финансового управления, предлагается использовать различные подходы: DCF - модель, САРМ, дивидендный подход и др. Поскольку цена каждого из источников является определенным уровнем затрат на их привлечение, совокупная цена всех источников определяется по формуле средней арифметической взвешенной (WACC).
7. Финансовая оценка эффективности инвестиций должна проводиться на основе параметров генерируемого ими денежного потока. При этом недостатки существующих методов оценки — недостатки метода чистой приведенной стоимости (NPV): недоучет риска; невозможность сопоставления аб-

солютных уровней инвестиций, а также метода внутренней нормы рентабельности (IRR): множественность значений IRR в случаях, когда имеют место неординарные денежные потоки, недоучет риска, преимущественно годовое исчисление - могут частично компенсироваться применением метода модифицированной внутренней нормы доходности (MIRR). Метод MIRR позволяет разделить положительные и отрицательные денежные потоки. Развитием данного метода является уточненный в работе с MIRR метод FMRR (ставки доходности финансового менеджмента), который отрицательные денежные потоки дисконтирует по ставке доходности надежных ликвидных ценных бумаг (безрисковой) ставке, а положительные денежные потоки наращивает по ставке реинвестирования. Экономический смысл FMRR - это внутренняя доходность, используемая как ставка дисконтирования при обосновании эффективности инвестиций.

8. Экономический смысл предлагаемого автором метода расчета внутренней ставки доходности (IRRI) с учетом экономических рисков состоит в том, что IRRI устраняет противоречия, связанные с учетом риска для положительных и отрицательных денежных потоков. Алгоритм включения поправок на риск следующий: риск и для отрицательных, и для положительных денежных потоков учитывается одинаково — путем уменьшения используемых в расчете ставки дисконтирования и ставки наращения, т.е. инвестор может учитывать риск через поправку (скидку) за риск. Расчет IRRI предполагает отказ от модели дисконтирования денежных потоков, как базовой модели инвестиционного анализа и использование модели упорядочения во времени денежных потоков (time-value of cash flow, TVCF). IRRI - это индивидуальная внутренняя доходность вложений, учитывающая доходность рынка капитала. Следовательно, критерием эффективности проекта должно быть превышение IRRI над средневзвешенной стоимостью капитала фирмы.

**Научная новизна результатов диссертационного исследования,**полученных лично соискателем, заключается в обосновании выбора в качестве основного критерия оценки эффективности инвестиций внутренней ставки доходности инвестиций (IRRI) как относительного показателя, выражаемого в терминах годовой процентной ставки, превышение которого над стоимо-

стью капитала характеризует эффективность вложений и алгоритм расчета которого учитывает условия неопределенности и согласуется с фундаментальными концепциями финансового менеджмента.

Элементы научной новизны состоят в следующем: - предложен и обоснован алгоритм расчета основного критерия оценки эффективности инвестиций - внутренней ставки доходности инвестиций (IRRI), на основе произведенного сравнительного анализа возможностей и недостатков классических показателей эффективности инвестиций, таких как чистая приведенная стоимость, внутренняя нормы доходности: а) рассчитывается наращенная (терминальная) стоимость всех денежных поступлений (притоков, CIFj); б) рассчитывается суммарная дисконтированная стоимость всех оттоков COF;; в) определяется ставка дисконтирования IRRI, уравновешивающая суммарную приведенную стоимость оттоков и терминальную стоимость притоков. Поправка к ставкам дисконтирования и наращения должна устанавливаться не как премия за риск, а в виде скидки. При этом, недостатки существующих методов оценки - недостатки метода чистой приведенной стоимости (NPV): недоучет риска; невозможность сопоставления абсолютных уровней инвестиций, а также метода внутренней нормы рентабельности (IRR): множественность значений IRR в случаях, когда имеют место неординарные денежные потоки, преимущественно годовое исчисление- алгоритм расчета IRRI устраняет. Это позволяет отказаться от использования в процессе оценки эффективности инвестиций классических критериев и рассматривать IRRI как совершенно самостоятельный критерий оценки эффективности не только финансовых, но и реальных инвестиций, как действительную внутреннюю доходность инвестиций, смысл и порядок алгоритма расчета которого полностью согласуются с концепцией стоимости денег во времени;

- обосновано предложение отказа от использования в качестве базовой модели инвестиционного анализа DCF-модели и предложено использовать в

качестве базовой модели инвестиционного анализа модель упорядочения во времени стоимости денежных потоков (time-value of cash flow - TVCF) (расчет IRRI предполагает параллельное использование и операций дисконтирования и операций наращения), что позволяет устранить недостатки использования в качестве базовой модели инвестиционного анализа DCF-модели: использование только операций дисконтирования; отсутствие гибкости, невозможность полноценного анализа сценариев, реально существующих при реализации большинства инвестиционных проектов; невозможность правильно учитывать риск разнонаправленных денежных потоков — оттоков и притоков;

предложен и обоснован принципиально новый подход включения поправок на риск в расчете IRRI: риск и для отрицательных, и для положительных денежных потоков предлагается учитывать унифицировано - путем уменьшения используемых в расчете доходностей, т.е. инвестор может учитывать риск через поправку (скидку) за риск. Поэтому использование IRRI полностью согласуется с реальными (наличие риска) условиями принятия решений, т.е. с фундаментальной-концепцией компромисса между риском и доходностью.

обосновано использование безрисковой ставки доходности в алгоритме расчета критерия IRRI в качестве базового компонента ставки дисконтирования и ограничительного критерия при установлении скидок за риск к ставке дисконтировании и к ставке наращения. Это позволило установить, что для отрицательных денежных потоков максимальная величина скидки должна быть ограничена величиной безрисковой ставки, а для положительных денежных потоков ставка наращения при установлении скидки за риск может быть снижена до величины безрисковой ставки.

определены и обоснованы условия применения внутренней нормы доходности инвестиций (IRRI): при принятии инвестиционных решений сравнение IRRI как показателя рентабельности самого проекта, так и рынка капитала должно осуществляться с показателем средневзвешенной стоимости капитала либо со стоимостью целевого источника финансирования, что

позволит учесть и доходность рынка капитала, и издержки на структуру финансирования фирмы. Критерием эффективности проекта должно быть превышение IRRI над средневзвешенной стоимостью капитала фирмы, что согласуется с концепцией стоимости капитала.

**Теоретическая значимость**исследования состоит в развитии теории процентных ставок и финансов инвестиционного процесса, обосновании необходимости отказа от использования в качестве критериев оценки эффективности инвестиций таких классических показателей как чистая приведенная стоимость и внутренняя норма доходности ввиду их неполноты и ограниченности, вместо которых предлагается использовать критерий оценки эффективности инвестиций - внутреннюю норму доходности инвестиций (IRRI) и условия применения данного показателя. Кроме того, предлагается в качестве базовой модели инвестиционного анализа использовать модель упорядочения во времени денежных потоков.

**Практическая значимость исследования**заключается в возможности использования прикладных рекомендаций при оценке любых инвестиционных проектов с учетом факторов неопределенности и риска, а также целесообразности включения полученных выводов и обобщений в содержание учебных курсов образовательных программ высших учебных заведений.

Практическое применение результаты работы нашли в хозяйственно-экономической деятельности производственно-коммерческой фирмы «Евро-дон», что подтверждено актом внедрения, а также в процессах преподавания учебных курсов «Финансовый менеджмент», «Управленческий учет», «Финансы» в Южном федеральном университете.

**Апробация результатов исследования.**Основные положения, теоретические обобщения и выводы диссертационного исследования докладывались и обсуждались автором на научно-практических конференциях в Южном федеральном университете, Северо-Кавказской академии государственной службы.

**Публикации.**Основные результаты и положения диссертационного исследования отражены в 7 работах общим объемом 2,8 п.л.

**Структура диссертации**обусловлены целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, включающих 8 параграфов, заключения, списка использованных источников, насчитывающего 144 наименования и приложения. Работа проиллюстрирована 34 рисунками, содержит 27 таблиц.

## Процентная ставка в категориальной системе концепции стоимости денег во времени

Бланк И.А. утверждает, что «...концепция стоимости денег во времени состоит в том, что стоимость денег с течением времени изменяется с учетом нормы прибыли на финансовом рынке, в качестве которой обычно выступает норма ссудного процента (или процента)»1. По определению Ковалева В. В., концепция временной ценности заключается в том, что «... денежная единица, имеющаяся сегодня и денежная единица, ожидаемая к получению через какое-то время не равноценны, а именно «рубль завтра» по своей ценности всегда меньше «рубля сегодня»» . Р. Брейли и С. Майерс утверждают, что «...сегодняшний доллар стоит больше, чем завтрашний, поскольку сегодня доллар можно инвестировать и он немедленно начнет приносить доход в виде процента»3. Таким образом, сегодняшние денежные поступления ценнее будущих. Соответственно, будущие поступления обладают меньшей ценностью, чем текущие. Подобная неравноценность определяется факторами, представленными на рисунке 1.

Суть действия этих причин очевидна. По сравнению с денежной суммой, которая будет получена в будущем, та же самая сумма, имеющаяся в наличии в данный момент времени, может быть немедленно пущена в оборот (инвестирована) и тем самым принесет дополнительный доход в будущем. Полученный доход в свою очередь реинвестируется и т.д. Как отмечает О.Б. Ложкин: «Попробуйте предложить кому-нибудь купить у вас 100 рублей хотя бы за 105 рублей с оплатой по факту этой сделки. Вас могут неправильно понять. В сделках продажи денег за деньги принципиальную роль играет временной фактор»4.

Влияние фактора времени многократно усиливается в период инфляции. В силу инфляции денежная единица, полученная позднее имеет меньшую покупательную способность. Этот фактор часто лежит в основе явного или скрытого мошенничества и недоброкачественности. Достаточно в связи с этим упомянуть о случаях, когда «продавец» получал деньги в качестве предоплаты за товар, который он и не собирался поставить. Обесцененные деньги через некоторый срок возвращались покупателю.

Поскольку риск присущ любой хозяйственной операции, всегда существует ненулевая вероятность того, что по каким-либо причинам ожидаемая к получению сумма не будет получена. «Экономический риск - это вероятное уменьшение стоимости положительных условно-денежных потоков (CCF) будущих периодов и вероятностное увеличение (по абсолютной величине) стоимости отрицательных условно-денежных потоков (CCF) будущих периодов, происходящие вследствие наступления событий, нежелательных для конкретного субъекта экономических отношений»1. В.В. Глущенко и И.И. Глущенко обращают внимание на то, что существует два взгляда на сущность риска, расширяя тем самым первое определение риска. «Во-первых, риск - это возможная неудача, материальная или финансовая потеря; во-вторых, риск отождествляют с удачей, благоприятным исходом, извлечением прибыли, которые могут наступать в результате реализации отдельных удачных решений».2

## Процентная ставка в механизме ценообразования» на рынке капитала

Переход к рыночной экономике в России ставит немало теоретических и практических экономических проблем. От успешного осуществления проводимой кредитно-денежной политики во многом зависит нормальное рыночное функционирование денежного рынка, решение системы неплатежей, создание всеобщего рынка инвестиций и стабилизация экономики. В связи с этим особую актуальность приобретает теоретическое осмысление экономической сущности процентной ставки как цены на рынке капитала.

В узком смысле процентная ставка представляет собой цену, уплачиваемую за использование денежных средств. Р. Брейли и С. Майерс отмечают, что «Согласно Фишеру, реальная процентная ставка представляет собой цену, уравновешивающую спрос на капитал и предложение капитала. Предложение определяется желанием людей сберегать - т.е. отложить потребление. Спрос зависит от возможностей результативного инвестирования»1. Ю. Бригхэм и М. Эрхардт дают следующее определение процентной ставке: «Процентная ставка (interest rate) - это цена, которая платится за то, что инвестиционные товары и финансовые инструменты используются потребите-лем» . Однако в финансовом менеджменте она трактуется и более широко, процентная ставка здесь также выступает:

- в качестве альтернативной стоимости (издержек) капитала;

- в качестве измерителя уровня (нормы) доходности осуществляемых операций, исчисляемого как отношение полученного дохода прибыли к объему вложенных средств и выражаемого в долях единицы, либо в процентах.

Остановимся на узкой трактовке процентной ставки. Деятельность большинства компаний, особенно крупных, тесным образом связана с финансовым рынком. Для нормального развития экономики постоянно требуется мобилизация, распределение и перераспределение финансовых средств между ее сферами и секторами. В эффективно функционирующих экономиках данный процесс осуществляется на финансовом рынке. Представители зарубежной науки, например, Ван Хорн, Джеймс, К., Вахович, мл., Джон, М. отмечают, что «финансовые рынки — это не только определенные физические места, сколько механизм для «канализации» сбережений к конечным покупателям (инвесторам реальных активов».1 Анализ функционирования финансовых рынков предполагает определенную их сегментацию, выделение отдельных элементов.

## Интерпретация процентной ставки как характеристики доходности на рынке капитала

Финансовые активы имеют кратко или долгосрочную инвестиционную привлекательность, уровень которой и оценивается показателем доходности. Индикаторы доходности на рынке капитала относятся к относительным показателям, а поэтому более предпочтительны. В финансовом анализе речь может идти о двух видах доходности — фактической и ожидаемой. Первая рассчитывается post factum и имеет значение для ретроспективного анализа. Ожидаемая доходность рассчитывается на основе прогнозных данных в рамках имитационного перспективного анализа и используется для принятия решения о приобретении тех или иных финансовых активов. Если в текущей финансовой аналитической деятельности для целей внутреннего мониторинга допустима условная оценка ожидаемой доходности, то для оценки инвестиционных предложений и разработки стратегий обоснование барьерной ставки (ставки дисконтирования) она проводится более тщательно. Далее мы рассмотрим, что при расчете внутренней доходности инвестиций (IRRI) тщательного обоснования требует не только ставка дисконтирования для отрицательных денежных потоков, но и ставка наращения для положительных денежных потоков. Но, для более глубокого понимания этого вначале остановимся на традиционном классическом подходе к пониманию доходности.

Финансовый смысл этой доходности состоит в том, что она показывает, сколько прибыли приносит каждый рубль, вложенный в актив за условную единицу времени, в качестве которой обычно принимается год. Другими словами, это есть скорость притока прибыли с каждого рубля, вложенного в актив. Наличие положительной прибыли за период означает, что обязательно имел место и полный возврат вложений и, в сущности, прибыль состоит из операционного дохода и приращения стоимости. Из финансового смысла следует, что доходность является главным фактором в определении текущей стоимости любого актива.

Для достижения своей основной цели — максимизации благосостояния собственников - предприятие должно постоянно обеспечивать вложения имеющихся капиталов в активы, приносящие наибольший доход. В самом общем виде доход может быть определен как прирост благосостояния (богатства) собственников за определенный период времени.

Общая сумма дохода, полученная владельцем капитала, складывается из двух частей: текущего дохода и прироста капитала. Эти два вида дохода могут быть реализованы совместно. С позиции финансов оба эти вида доходов равноценны для собственника и обязательно должны учитываться при выполнении расчетов. Отдельные активы в случае долгосрочного владения ими предусматривают начисление регулярного дохода. Ковалев В.В. отмечает, что «условие о регулярном доходе не является обязательным»1. С ним можно согласиться, так как, действительно, облигация с нулевым купоном не предусматривает выплату регулярного дохода, но продается с дисконтом, величина которого зависит от срока погашения облигации.