

человек населения составляет соответственно 7,6 и 4,3 (по прогнозу 7,2 и 4,4). При этом число зарегистрированных браков было на 10,3% больше, чем в 1998г., а число разводов уменьшилось на 9,2%. Эта тенденция свойственна для года, предшествующего высокосному, который по-прежнему оказывает влияние на брачную активность и рождаемость.

Таким образом, ухудшение демографической ситуации в последние годы связано с процессами, формирующими условия воспроизводства населения. Нормализация этой ситуации невозможна без коренных положительных изменений в экономике страны, влияющих на повышение жизненного уровня населения.

Получено 20.10.2000

УДК 338.4

Н.Н.ВОРОБЬЕВА

Харьковский государственный экономический университет

СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ПРЕДПОЧТЕНИЯ ПО ОПЕРАЦИЯМ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Рассматриваются аспекты, связанные с инвестиционными предпочтениями в сфере ценных бумаг. Приведенная классификация позволяет по-новому использовать методику оценки привлекательности этой сферы инвестиционной деятельности и тем самым помочь в выработке стратегии предприятия. Рассмотрены вопросы доходности, порядок исчисления наращенной суммы, приведены методы расчета дисконта, раскрыто понятие внутренней доходности ценных бумаг.

Любая организация, целью которой является получение прибыли, постоянно заботится о формировании комплекса действий по принятию выгодных и обоснованных решений. Экономические составляющие стратегии предприятия направлены и на регулирование затрат во внутренней среде, и на учет состояния внешней среды. Последняя дает предприятию определенные возможности для реализации его сильных сторон или создает преграды для его развития, если предприятие не может укрепить свои слабые внутренние производственные факторы.

Обеспечение финансовых потребностей осуществляется через кредитную политику предприятия, при этом обоснованно должны формироваться стратегические предпочтения в области привлечения дополнительных ресурсов [1]. Большинство рыночных субъектов, действующих на основе деловых контрактов, считают приоритетным привлечение дополнительных финансовых ресурсов путем принятия на себя обязательств, имеющих форму ценных бумаг. Именно взаимные обязательства предпринимателей гарантируют устойчивость эко-

номической системы общества. Практика свидетельствует, что ценные бумаги являются главным средством восстановления и развития рыночных методов хозяйствования, они фиксируют право собственности на капитал (как в денежной, так и в вещественной формах).

Через ценные бумаги реализуются предпочтения инвестиционного процесса, т.е. инвестиции направляются в самые эффективные зоны народного хозяйства, их получают наиболее жизнеспособные рыночные структуры.

Ценные бумаги в процессе оборота образуют свою отдельную разновидность рынка. Рынок ценных бумаг с сопутствующей ему системой финансовых институтов – это сфера, в которой формируются финансовые источники экономического роста, концентрируются и распределяются инвестиционные ресурсы. В Украине с целью развития и рационализации рынка ценных бумаг был принят Закон “О ценных бумагах и фондовой бирже”, который вступил в действие 1 января 1992г. Он предусматривает, что в стране могут выпускаться и обращаться следующие виды ценных бумаг: акции, облигации внутренних государственных и местных займов, облигации предприятий, казначейские обязательства, сберегательные сертификаты, векселя.

Ценной бумагой является документ, удостоверяющий имущественное право, которое может быть осуществлено только при предъявлении подлинника этого документа. Иными словами, он представляет собой воплощение абстрактного имущественного права, которое может передаваться от одного лица к другому по средствам передачи ценной бумаги. Ценные бумаги существуют в форме обособленных документов или записей на счетах. Чтобы считаться ценной бумагой, денежный документ должен признаваться в качестве такового в законодательстве государства. В свою очередь, закон определяет формальные требования, необходимые реквизиты, которым должен отвечать такой документ. Составленный с нарушением установленных требований, он не может рассматриваться в качестве ценной бумаги.

Вопросы предпочтительности ценных бумаг связаны с их доходностью и имеют важное практическое значение. Следует отметить, что в отношении ценных бумаг это понятие имеет несколько иное значение, чем при определении стоимости и доходности товаров или услуг. Это различие связано в первую очередь с необходимостью классифицировать ценные бумаги по их отношению к реальному капиталу, так как они представляют собой лишь титул собственности на капитал, поэтому о них можно говорить как о фиктивном капитале.

При работе со стоимостью и доходностью ценных бумаг можно выделить последовательный механизм увеличения первоначальной

суммы, для формализованного представления которого введем следующие условные обозначения: P – стоимость ценной бумаги; i – процентная ставка, по которой происходит начисление приращиваемых к первоначальной сумме процентов; n – количество периодов, за которые происходит наращение первоначальной суммы; S – наращенная сумма средств; D – сумма дисконта; d – дисконтная ставка.

Механизм наращения первоначальной стоимости ценной бумаги тесно связан с начислением простых и сложных процентов, установлением их номинальных и реальных ставок. Нужно отметить, что структура наращенной суммы средств при ее исчислении по правилу простых и правилу сложных процентов будет одинаковая [2], а именно она состоит из первоначальной суммы средств и начисленных на эту сумму процентов:

- простые проценты:

$$S = P \times (1 + in);$$

- сложные проценты:

$$S = P \times (1 + i)^n.$$

Рассматриваемый механизм во многом зависит от существующего порядка исчисления наращенной суммы. При декурсивной процентной ставке за базу для расчета доходности принимается первоначальная сумма средств, при антисипативной – дисконтируется наращенная сумма.

Следует отметить, что в современной практике определения доходности немаловажную роль играет понятие дисконта. Дисконт – это разница между первоначальной и наращенной суммами. Таким образом, в случае использования декурсивной ставки дисконт будет равен:

$$D = P i n,$$

при использовании антисипативной ставки дисконт составит:

$$D = S n d.$$

Однако эти формулы не учитывают изменение значения дисконтов в течение года. Здесь также существуют свои особенности. Так, при использовании антисипативных ставок год условно принимается за 360 дней, а при декурсивных ставках, когда $n < 1$ года, можно представить n как $t / 365$ (или 366), где t – число дней начисления. Тогда видоизменяется и формула дисконта. Она будет выглядеть таким образом:

$$D = P i t / 365 (366).$$

Если же рассматриваемый период времени больше одного года, то возникает необходимость использования сложных процентов в расчетах дисконта, что приводит к следующим математическим выражениям:

- дисконт по декурсивной ставке:

$$D = S(1 - 1/(1 + i)^n),$$

где n – число лет, в течение которых осуществляется наращение;

- дисконт по антисипативной ставке:

$$D = P(1/(1 - d)^n - 1).$$

Однако названные выше методы определения доходности не учитывают тех вариантов, когда проценты начисляются не один раз в год, а несколько. Чтобы разобраться с подобной ситуацией, рассмотрим понятия номинальной и реальной процентных ставок. Годовая ставка, начисление по которой производится несколько раз в год, – это номинальная ставка. Если ввести обозначения: m – количество раз начисления процентов за один год; j – номинальная процентная ставка, то начисление процентов в течение n лет будет производиться $m \times n$ раз по ставке j/m . Следовательно, наращенная сумма будет:

$$S = P \times (1 + j/m)^{mn}.$$

Воспользовавшись этой формулой и формулой наращенной суммы по сложным процентам, можно вычислить реальную ставку процентов. В этом случае она составит:

$$i = (1 + j/m)^m - 1.$$

Приведенная выше методика рассматривает только механизм образования дохода путем наращения процентов и не учитывает очень существенные на сегодняшний день такие факторы, как инфляция, величина комиссионных, взимаемых банком или другим участником фондового рынка, а также особенности самих ценных бумаг (по видам, степени риска). Влияние этих факторов на реальную доходность ценных бумаг необходимо изучать с учетом их отношения к реальному капиталу. В первую очередь нужно рассмотреть вопросы исчисления доходности ценных бумаг, обеспечивающих непосредственный доступ к реальному капиталу, к которым относятся облигации, векселя, акции, депозитные и сберегательные сертификаты и т.д.

Доходность векселя предполагает доход его держателя в течение срока владения им, выраженный в процентах, т.е. для того, чтобы вычислить доходность векселя, надо определить доход владельца вексе-

ля, который купил (учел) его за t_1 дней до погашения, и продавшего вексель за t_2 дней до погашения. Следует заметить, что в случае, если вексель приобретен или продан лицом или организацией (не банком), измерение доходности по антисипативным ставкам не производится из-за специфического, "банковского" применения этих ставок. В таком случае банки измеряют доходность от операций с векселями (сертификатами) на основе декурсивной ставки. Стоимость векселя не зависит от его вида – простые и переводные векселя имеют одинаковую стоимость. Она в этом случае составит:

$$C_0 = C_1(1 - d \times t / 360),$$

где C_0 – цена продажи векселя; C_1 – цена погашения векселя.

Поскольку банк владеет векселем $t_1 - t_2$ дней, то величину дисконтной ставки можно определить по выражению

$$d = (d_1 t_1 - d_2 t_2) / ((1 - d_2 t_2 / 360)(t_1 - t_2)).$$

Эта формула справедлива и для сертификатов, так как в ней учитываются цена продажи и цена погашения в отличие от акций или, например, облигаций.

Облигации также являются инструментом фондового рынка. Они получили широкое распространение в 30-е годы в Великобритании при жизни Дж. Кейнса. Их особенностью было то, что курс поднимался или падал ровно в то количество раз, в какое поднимались или падали процентные ставки на новые выпуски облигационных займов корпораций или самого государства. Такая плавающая ставка процентов по облигациям напрямую связана с изменением банковских депозитных ставок или с нормой процента за кредит. Рассчитать доходность таких облигаций можно только при заранее известной величине указанных ставок, что знать наверняка невозможно. Здесь важное значение имеет вероятность совершения тех или иных событий. В рамках этой статьи не ставится задача подробного изучения данного фактора. Рассмотрим лишь типы облигаций, доходность которых можно рассчитать без учета риска. Отнесем к ним облигации с фиксированной купонной ставкой, погашаемые по номиналу в конце срока, облигации с равномерно возрастающей купонной ставкой, погашаемые по номиналу в конце срока, облигации с нулевым купоном, реализуемые с дисконтом и погашаемые по номиналу в конце срока, облигации типа "французская рента", доход по которым выплачивается до тех пор, пока облигация находится у держателя.

При рассмотрении облигаций в основном отдают предпочтение таким показателям доходности, как купонная норма доходности, текущая норма доходности и внутренняя (полная) норма доходности. Купонная норма доходности зависит от процентной ставки, указанной на купоне. Текущая норма доходности – это отношение произведения фиксированной купонной ставки (g) и стоимости облигаций ($N_{обл}$) к цене приобретения облигаций ($Ц_{0обл}$). Внутренняя норма доходности оценивает прибыльность от полного использования облигаций, что предполагает получение процентов, инвестирования и погашения номинала. Следует отметить, что внутренняя норма доходности – это пороговая величина, увеличение которой может привести к убыткам. Подразумевается, что приведенная сумма всех доходов по облигации равна цене ее приобретения.

При определении доходности облигаций с фиксированной купонной ставкой нужно учесть и планируемую величину внутренней нормы доходности, и фактическую внутреннюю норму доходности. Для расчета внутренней нормы доходности применяют итерационные методы, например, метод Ньютона-Рафсона, по которому эта величина определяется по формуле

$$i = 2gN_{обл} / (N_{обл} + Ц_{0обл}).$$

Фактическую внутреннюю норму доходности строят по принципу наращивания сложных процентов. Ее можно охарактеризовать следующим тождеством:

$$i = (Ц''_{0обл} - Ц'_{0обл})^{1/t} - 1, \quad (1)$$

где t – число лет, которое облигация находилась у продающего ее владельца, $t = t_1 - t_2$; $Ц''_{0обл}$ – текущий доход.

При расчете прибыльности с равномерно возрастающей купонной ставкой процентная норма доходности – величина переменная. Она указывается в проспекте эмиссии облигационного выпуска. Текущая доходность облигации изменяется от периода к периоду, так как изменяется текущий доход по облигации. Фактическая норма доходности определяется так же, как и при определении этой величины для облигаций с фиксированной купонной ставкой.

Для облигаций типа “французская рента” все тождества, описанные выше для вычисления купонной и текущей норм доходности, также подходят. И это закономерно, поскольку данные виды облигаций отличаются друг от друга только сроком жизненного цикла, от

чего как раз и зависит внутренняя норма доходности. Планируемую внутреннюю норму доходности находят по соотношению

$$i = gN_{обл} / Ц_{0обл}.$$

Фактическую норму доходности рассчитывают по формуле (1). Доходность таких облигаций обеспечивается при условии $Ц''_{0обл} > Ц'_{0обл}$.

Облигации с нулевым купоном отличаются от вышеперечисленных облигаций тем, что при отсутствии поступлений по купонам текущая и купонная нормы доходности равны нулю. Тогда планируемую внутреннюю норму доходности определяют по формуле

$$i = (N_{обл} / Ц_{0обл})^{1/n} - 1,$$

а доход по облигации будет получен при условии $(N_{обл} / Ц_{0обл})^{1/n} > 1$. Для расчета фактической внутренней нормы доходности используют формулу (1), тогда доход по облигации будет при условии $(Ц''_{0обл} / Ц'_{0обл})^{1/n} > 1$.

Облигации на отечественном фондовом рынке имеют довольно большое распространение, поскольку имеют гарантию по оплате.

Остановимся на определении доходности акций, которая зависит от объема прав на эти ценные бумаги. Классификация акций на обыкновенные и привилегированные помогает глубже разобраться в вопросах доходности. Обыкновенные акции – это единственный фондовый инструмент, относящийся к классу фиктивного капитала, по которому не гарантируются не только фиксированные выплаты, но и вообще выплаты как таковые. Реально доход по акциям выплачивается в виде дивидендов или за счет капитального прироста их стоимости при значительном увеличении рыночной цены акции по сравнению с ценой ее приобретения. Так как срок действия акций не ограничен, то к решению вопроса доходности можно подойти как к вопросу приведенной суммы вечной ренты. Тогда доходность можно представить в виде

$$i = D_0 / Ц_{0акц},$$

где D_0 – абсолютная величина дивидендов базисного года; $Ц_{0акц}$ – цена акции.

Существуют различные вариации и разветвления формул для оценки доходности акций. Все зависит от типа инвесторов, ориентированных либо на высокое дивидендное покрытие, либо на капитальный прирост стоимости.

Такое подробное рассмотрение методов определения доходности ценных бумаг дает представление о факторах, влияющих на формирование дохода и поиск приоритетных среди них.

Вместе с тем приведенные формулы не учитывают влияние инфляции на доходность ценных бумаг. Если исходить из предположения, что индекс инфляции прогнозируется инвестором (на основании публикаций) и что он постоянный в каждом периоде (по отношению к предыдущему) и если h – темп ежегодного прироста инфляции, то $(1 + h)$ – годовой темп роста инфляции. Тогда реальная норма доходности за n лет по правилу сложных процентов составит:

$$i_{\phi} = ((1 + i_n) / (1 + h))^n - 1,$$

где i_n – номинальная годовая ставка сложных процентов.

Продолжающаяся инфляция и связанное с ней обесценивание инвестиций вынуждают сокращать сроки вложений. Поэтому средства не инвестируются в средне- и долгосрочные ценные бумаги, обладающие повышенным риском.

Определение доходности отличается по участникам фондового рынка и видам деятельности на рынке. Поиск предпочтений кредитной политики в рамках стратегического выбора требует учета возможных вариантов и является сложным, динамичным, вероятностным процессом с большим уровнем риска. Вместе с тем специфические условия украинского фондового рынка – его неустойчивость, постоянное вмешательство со стороны государства и международных валютных фондов, неликвидность ценных бумаг требуют взвешенного и осторожного подхода к выбору видов операций с ценными бумагами. Стратегическое предпочтение субъектов экономики на фондовом рынке должно рассматриваться с позиции их обеспеченности реальными активами (недвижимостью, товаром, правами интеллектуальной собственности, валютой).

К основным инструментам, которые реально используются для получения финансовых ресурсов на украинском рынке ценных бумаг, относятся: государственные ценные бумаги (облигации внутреннего государственного займа (ОВГЗ), облигации внутреннего сберегательного займа, облигации внешнего государственного займа); муниципальные ценные бумаги; корпоративные ценные бумаги (акции приватизированных предприятий).

Рынок государственных ценных бумаг – один из самых молодых и динамичных сегментов фондового рынка Украины, особенностью

которого является привлечение средств на покрытие дефицита государственного бюджета. Такое использование государственных займов не может считаться эффективным, поскольку приводит к увеличению государственного внутреннего и внешнего долга. Если в 1998г. о фондовом рынке Украины можно было говорить как о реальности, то в 1999г. о нем речь идет, как о чем-то абстрактном. Инвесторов перестали интересовать не только акции, но и государственные ценные бумаги. Более того, ОВГЗ стали менее популярны, чем корпоративные ценные бумаги. И хотя правительству удалось “уговорить” банкиров, объемы покупок государственных ценных бумаг были небольшие и имели нестабильный характер, следовательно, ему придется долго ожидать возобновления доверия инвесторов [3].

Все вышесказанное является подтверждением необходимости формирования финансовых предпочтений исходя из позитивных изменений, связанных с прямыми инвестициями в ценные бумаги эмитентов, обладающих реальным имуществом, а не фиктивным капиталом финансовых институтов-надстроек (холдингов, финансовых групп, трастовых и доверительных компаний). При выборе стратегии по операциям с ценными бумагами нужно учитывать: развитость фондового рынка, законодательное обеспечение его деятельности, уровень инфляции, степень риска, наличие системы страхования, вид ценной бумаги, способ начисления доходности по ней, ее ликвидность и уровень реального обеспечения. Перечень факторов, влияющих на этот процесс, можно продолжить, однако современные условия трансформации экономики Украины сводят стратегические предпочтения к операциям по ценным бумагам, обеспеченным имуществом, по которым предполагается короткий срок возврата с минимальным риском. Такой подход будет способствовать обеспечению экономичности выбранной стратегии развития предприятия.

1. Экономическая стратегия фирмы / Под ред. проф. Градова А.П. – СПб: Специальная литература, 1995. – 285 с.

2. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты / Под ред. Торкановского В.С. – СПб: ОА “Комплект”, 1994.

3. Наумов В. Ринок цінних паперів під впливом макроекономічних негараздів // Вісник Національного банку України. – 1999. – №2.

Получено 27.10.2000