Текст 1.

Оригинал

Нетрадиционная монетарная политика

Некоторые исследователи рассматривают меры нетрадиционной монетарной политики как инструмент преодоления ловушки ликвидности (к примеру, П. Р. Кругман).

Ловушка ликвидности представляет собой ситуацию, описывающую макроэкономическое состояние и для которой характерны, как правило, устойчивая дефляция, низкие значения номинальной ставки процента и, как следствие, высокая реальная ставка, тормозящая экономический рост. Для того, чтобы преодолеть ловушку ликвидности, монетарная политика должна вновь стать действенной, что реализуемо лишь в условиях ультрамягкой политики, в том плане, что регулятор должен убедить экономических агентов в собственной «безответственности». Подобного рода «безответственность» сводится, как правило, к тому, что центральный банк готов допустить инфляцию в размере, необходимом для снижения реальной ставки процента, способствующей экономическому развитию. Следует отметить, что в большинстве случаев в развитых странах проблема дефляции и низких номинальных ставок приводит к росту реальной ставки процента и, как следствие, к увеличению средней склонности к сбережению, что, в свою очередь, выступает фактором, тормозящим экономическое развитие. Обоснованность «безответственности» регулятора, способного допустить инфляцию, вполне объяснима, если рассматривать подобную монетарную меру как единственно возможную.

Следует отметить, что в экономической науке сложился безосновательный стереотип всесторонней пагубности инфляции. Предпринимаемые регуляторами развитых стран монетарные меры по достижению таргетируемой инфляции в условиях дефляционного кризиса и относительно высоких значений реальной ставки процента являются вполне обоснованными, если они не приведут к дальнейшей потере контроля над ситуацией.

Как отмечает О.С. Сухарев, явление инфляции само по себе не является чем-то неблагожелательным для экономического развития, опасными, по мнению автора, могут быть только очень высокая инфляция или ускорение ее темпов. Большинство мер нетрадиционной монетарной политики сводятся к лимитированному ускорению инфляции.

В большинстве случаев центральные банки развитых стран устанавливают 2%-й таргет инфляции.

К числу «нетрадиционных» мер, осуществление которых позволяет решать вышеописанные проблемы (дефляция, нулевые ставки процента) относятся количественное смягчение и политика отрицательных процентных ставок. Однако преодоление одних экономических проблем неминуемо создает новые. Реализация мер по количественному смягчению и политика отрицательных ставок процента сопряжены с новыми рисками финансовой стабильности и большей степенью неопределенности будущего экономического развития. Риски и неопределенность нетрадиционной монетарной политики.

Мировой экономический кризис поставил перед центральными банками задачу модификации антикризисного арсенала монетарной политики. Как показала действительность, некоторые стандартные инструменты оказались ограничены в применении, поскольку учетные ставки многих центральных банков оказались на уровне близком к нулевому порогу и остаются низкими и по сегодняшний день.

Среди центральных банков, установивших минимальные значения номинальной ставки процента, можно выделить такие как Банк Японии (минус 0,10% с августа 2016 г.), Банк Швеции (минус 0,25% с декабря 2018 г.), Банк Швейцарии (минус 0,75% с января 2015 г.), ЕЦБ (0,00% с марта 2016 г.), Банк Англии (0,75% с августа 2018 г.). Планомерное понижение номинальных ставок процента является ответной мерой на экономический спад и дефляцию. В сложившихся экономических условиях политика отрицательных процентных ставок гармонично вписалась в систему антикризисных мер и по праву является нетрадиционной, поскольку в корне переосмысливает систему взаимодействия центральных и коммерческих банков.

Причиной пристального внимания к политике отрицательных процентных ставок являются масштабы экономик стран, центральные банки которых прибегли к подобным мерам. К числу таких стран, например, относятся Япония, Швеция и Швейцария. Согласно С.Р. Моисееву, на страны, центральные банки которых ввели отрицательные ставки, приходится около 25% мирового ВВП, а на страны с околонулевой процентной ставкой (либо со ставкой процента ниже таргета по инфляции в 2%) приходится около 40% мирового ВВП. Таким образом, на страны, центральные банки которых активно применяли или применяют ставку процента как инструмент нетрадиционной монетарной политики, приходится около 65% мирового ВВП.

Отрицательная процентная ставка как инструмент монетарного регулирования устанавливается по инструментам абсорбирования ликвидности, при этом основная ставка монетарной политики (учетная ставка) может оставаться положительной. Следует отметить, что ультрамягкая монетарная политика, как правило, создает дополнительные риски и для финансовой стабильности, политика отрицательных процентных ставок в особенности.

К рискам финансовой стабильности, возникающии вследствие реализации политики отрицательной процентной ставки, относятся: 1) снижение доходности финансового сектора; 2) увеличение спроса на высокорисковые активы.

Суть первого риска сводится к тому, что доходность кредитных портфелей коммерческих банков стремится к сокращению в результате понижения учетной ставки. Учитывая то, что кредитные операции являются основой бизнес-модели большинства коммерческих банков, сокращение текущей и будущей доходности кредитного портфеля сказывается на уменьшении чистой процентной маржи и, как следствие, на средней рентабельности банковского сектора. Таким образом, долгосрочное понижение процентной ставки центрального банка и тем более ее выход в отрицательную зону делает финансовый сектор более чувствительным к негативным шокам. Увеличение спроса на высокорисковые активы обосновывается желанием банковского сектора к повышению доходности. При данных обстоятельствах банковский сектор расширяет спрос на финансовые инструменты с более низким кредитным качеством, приобретение которых в нормальных экономических условиях было бы неоправданным.

Ввиду того, что низкие процентные ставки не в состоянии покрыть риск в должном размере, происходит так называемое замещение «активов», причем, как правило, активов низкокачественных. В отличие от стандартной ситуации политика низких процентных ставок, в особенности отрицательных, ведет к искажению справедливой стоимости активов и к увеличению рисков формирования финансового пузыря. Продолжительный период низких процентных ставок, в том числе отрицательных процентных ставок, несет угрозу деформаций в ценообразовании на финансовых рынках. Количественное смягчение (quantitative easing) стало неотъемлемым элементом монетарной политики развитых стран, проводимой в последнее десятилетие.

Использование данного инструмента приводит к росту в значительных объемах дополнительной денежной эмиссии посредством покупки финансовых активов. Интерес к возможностям количественного смягчения проявился на фоне снижения эффективности таких стандартных инструментов монетарной политики, как покупка краткосрочных облигаций, кредитование и операции на открытом рынке.

Основная цель количественного смягчения сводится к увеличению предложения денег и снижению их стоимости без использования учетной ставки, дальнейшее снижение которой ограничено. Несмотря на очевидную обоснованность, ссылаясь на которую мировые центральные банки прибегли к реализации политики количественного смягчения, осуществление данных мер сопряжено с рядом проблем.

Реализация политики количественного смягчения привела мировую экономику к двум интересным последствиям. Во-первых, к неуверенности в надежности экономического роста, достигнутого в результате количественного смягчения. Подобная неуверенность сводится к замещению первоначальной цели – рост кредитования реальной экономики не произошел в тех размерах, как ожидалось, однако наблюдалась активизация краткосрочного кредитования и финансирования фондовых рынков.

Во-вторых, к неопределенности в понимании потенциальных путей возвращения к традиционной монетарной политике. Помимо вышеперечисленных рисков, некоторые исследователи отмечают4, что меры, предпринятые директивными органами крупнейших мировых держав, таких как США, страны Евросоюза, Япония и прочие, оказали существенное экономическое влияние на развивающиеся страны. Негативное влияние этих мер приняло форму усиленного перетока капиталов в развивающиеся страны.

В свою очередь, усиление перетока капиталов выступило драйвером роста уязвимости финансовых систем развивающихся стран и усугубило риски и неопределенность финансовой стабильности. Также многие развивающиеся страны столкнулись с укреплением курсов национальных валют, что негативно повлияло на конкурентоспособность компаний экспортеров.

Вывод

В некоторых случаях действовать намного лучше, чем бездействовать, и положительный экономический эффект от реализации нетрадиционных мер монетарной политики несомненно перевешивает негативные последствия. Однако монетарные власти не стоят на месте и предпринимают должные меры для увеличения эффективности денежно-кредитной политики.

Ссылка на оригинал:

<https://inecon.org/docs/2019/Conference_young_scientists_2018.pdf>

Перевод

Unconventional monetary policy

Some researchers consider measures of non-traditional monetary policy as a tool to overcome the liquidity trap (for example, P. R. Krugman). A liquidity trap is a situation that describes the macroeconomic state and as a rule is characterized, by steady deflation, low nominal interest rates and, as a result, a high real rate that hinders economic growth. In order to overcome the liquidity trap, monetary policy must become effective again, which is only possible under ultra-soft policy conditions, in that the regulator must convince economic agents of its "irresponsibility". This kind of" irresponsibility " is usually reduced to the fact that the Central Bank is ready to allow inflation in the amount necessary to reduce the real interest rate that contributes to economic development.

It should be noted that in most cases in developed countries, the problem of deflation and low nominal rates leads to an increase in the real interest rate and, as a result, to an increase in the average savings, which, in turn, is a factor that hinders economic development. The regulator`s validity of the" irresponsibility ", which can be open to inflation, is quite understandable if we consider such a monetary measure as the only possible one. It should be noted that in economics there is a baseless stereotype of the all-round harmfulness of inflation. The monetary measures taken by the regulators of developed countries to achieve targeted inflation in the context of the deflationary crisis and relatively high values of the real interest rate are quite reasonable, if they do not lead to further loss of control over the situation.

As O. S. Sukharev notes, the phenomenon of inflation itself is not something negative for economic development; according to the author, only very high inflation or its acceleration can be dangerous. Most measures of unconventional monetary policy are reduced to a limited inflation`s acceleration. Central banks in most cases, in developed countries set a 2% inflation target.

Among the" non-traditional " measures that can solve the problems described above (deflation, zero interest rates) are quantitative easing and negative interest rate policies. However, overcoming some of the economic problems inevitably creates new ones. The implementation of quantitative easing measures and the policy of negative interest rates are associated with new risks to financial stability and a greater degree of uncertainty about future economic development.

Risks and uncertainties of unconventional monetary policy

The global economic crisis has set Central banks the task of modifying the anti-crisis arsenal of monetary policy. In fact, some standard instruments have been limited in application, since the interest rates of many Central banks have been at a the zero point and remain low to this day.

Among the Central banks that have set minimum nominal interest rates are the Bank of Japan (minus 0.10% since August 2016), the Bank of Sweden (minus 0.25% since December 2018), the Bank of Switzerland (minus 0.75% since January 2015), the ECB (0.00% since March 2016), and the Bank of England (0.75% since August 2018). The programmatic reduction of nominal interest rates is a response to economic downturn and deflation. In the current economic conditions, the policy of negative interest rates has harmoniously fit into the system of anti-crisis measures and is rightfully unconventional, since it fundamentally rethinks the system of interaction between Central and commercial banks.

The reason for the close attention to the negative interest rates policy is the scale of the countries` economies whose Central banks have taken such measures. For example, these countries include Japan, Sweden and Switzerland. According to S. R. Moiseyev, countries whose Central banks have introduced negative rates account for about 25% of world GDP, while countries with near-zero interest rates (or with interest rates below the 2% inflation target) contain about 40% of global GDP. Thus, countries whose Central banks have actively used or are using the interest rate as an instrument of unconventional monetary policy contain about 65% of global GDP.

The negative interest rate as an instrument of monetary regulation is set for instruments of liquidity absorption, while the main rate of monetary policy (the discount rate) may remain positive. It should be noted that ultra-soft monetary policy, as a rule, creates additional risks for financial stability, and the policy of negative interest rates in particular.

Financial stability risks arising as a result of the negative interest rate policy`s implementation include: 1) reduced profitability of the financial sector; 2) increased demand for high-risk assets. The content of the first risk restricts the profitability of commercial banks` credit portfolios tends to decrease as a result of discount rate lowering. Considering that credit operations are the basis of the most commercial banks` business model, the reduction in current and future returns on the loan portfolio affects the reduction in net interest margins and, as a result, the average profitability of the banking sector. Thus, a long-term reduction in the Central Bank's interest rate, and especially when it goes to the negative zone, it makes the financial sector more sensitive to negative shocks. The increase in demand for high-risk assets is justified by the desire of the banking sector to increase profitability. Under these circumstances, the banking sector is expanding the demand for financial instruments with lower credit quality, the purchase of which would not be justified under normal economic conditions.

Due to the fact that low interest rates are not able to cover the risk in the proper amount, there is a so-called replacement of "assets", and, as a rule, low quality assets. In contrast to the standard situation, a low interest rates policy, especially of the negative ones, leads to assets`s fair value distortion and increases the risk of a financial bubble. A prolonged period of low interest rates, including negative interest rates, threatens to distort pricing in financial markets.

Quantitative easing has become an integral part of the developed countries` monetary policy over the past decade. The use of this instrument leads to an increase in significant amounts of additional monetary issuance through the purchase of financial assets. Interest in the opportunities of quantitative easing has been shown on the back of a decline in the effectiveness of standard monetary policy instruments such as short-term bond purchases, lending and open market operations.

The main quantitative easing goal is to increase the money supply and reduce its value without using the discount rate, further reduction of which is limited. Despite the obvious justification that global Central banks have used to implement quantitative easing policies, the implementation of these measures is fraught with a number of problems.

The quantitative easing policies` implementation has led the world economy to two interesting consequences. Firstly, the reliability uncertainty about the economic growth was a result of quantitative easing. Such uncertainty is to replace the original goal – the growth of lending to the real economy did not occur in the same expected amount, but there was an increase in short-term lending and stock markets financing.

Secondly, there is uncertainty in understanding the potential ways to return to traditional monetary policy. In addition to the above risks, some researchers note that measures taken by the decision-making bodies of major world powers, such as the United States, the European Union, Japan, and others, have had a significant economic impact on developing countries. The negative impact of these measures has taken the form of increased capital flows to developing countries. Therefore, increased capital flows have driven the vulnerability of developing countries ' financial systems and increased risks and uncertainty about financial stability. Many developing countries have also experienced a appreciation of their national currencies, which has negatively affected the exporting companies` competitiveness.

Conclusion

In some cases, acting is much better than doing nothing, and the positive economic impact of implementing unconventional monetary policy measures undoubtedly outweighs the negative consequences. However, the monetary authorities do not stand still and take appropriate measures to increase the monetary policy effectiveness.

Текст 2.

Оригинал

The American economic Review JUNE 1958 NUMBER THREE

THE COST OF CAPITAL, CORPORATION FINANCE AND THE THEORY OF INVESTMIENT

By FRANCO MODIGLIAN AND MERTON H. MILLER\*

What is the "cost of capital" to a firm in a world in which funds are used to acquire assets whose yields are uncertain; and in which capital can be obtained by many different media, ranging from pure debt instruments, representing money-fixed claims, to pure equity issues, giving holders only the right to a pro-rata share in the uncertain venture.? This question has vexed at least three classes of economists: (1) the corporation finance specialist concerned with the techniques of financing firms so as to ensure their survival and growth; (2) the managerial economist concerned with capital budgeting; and (3) the economic theorist concerned with explaining investment behavior at both the micro and macro levels.' In much of his formal analysis, the economic theorist at least has tended to side-step the essence of this cost-of-capital problem by proceeding as though physical assets-like bonds-could be regarded as yielding known, sure streams. Given this assumption, the theorist has concluded that the cost of capital to the owners of a firm is simply the rate of interest on bonds; and has derived the familiar proposition that the firm, acting rationally, will tend to push investmnent to the point where the marginal yield on physical assets is equal to the market rate of interest.2 This proposition can be shown to follow from either of two criteria of rational decision-making which are equivalent under certainty, namely (1) the maximization of profits and (2) the maximization of market value. According to the first criterion, a physical asset is worth acquiring if it will increase the net profit of the owners of the firm. But net profit will increase only if the expected rate of return, or yield, of the asset exceeds the rate of interest. According to the second criterion, an asset is worth acquiring if it increases the value of the owners' equity, i.e., if it adds more to the market value of the firm than the costs of acquisition. But what the asset adds is given by capitalizing the stream it generates at the market rate of interest, and this capitalized value will exceed its cost if and only if the yield of the asset exceeds the rate of interest. Note that, under either formulation, the cost of capital is equal to the rate of interest on bonds, regardless of whether the funds are acquired through debt instruments or through new issues of common stock. Indeed, in a world of sure returns, the distinction between debt and equity funds reduces largely to one of terminology. It must be acknowledged that some attempt is usually made in this type of analysis to allow for the existence of uncertainty. This attempt typically takes the form of superimposing on the results of the certainty analysis the notion of a "risk discount" to be subtracted from the expected yield (or a "risk premium" to be added to the market rate of interest). Investment decisions are then supposed to be based on a comparison of this "risk adjusted" or "certainty equivalent" yield with the market rate of interest.3 No satisfactory explanation has yet been provided, however, as to what determines the size of the risk discount and how it varies in response to changes in other variables. Considered as a convenient approximation, the model of the firm constructed via this certainty-or certainty-equivalent-approach has admittedly been useful in dealing with some of the grosser aspects of the processes of capital accumulation and economic fluctuations. Such a model underlies, for example, the familiar Keynesian aggregate investment function in which aggregate investment is written as a function of the rate of interest-the same riskless rate of interest which appears later in the system in the liquidity-preference equation. Yet few would maintain that this approximation is adequate. At the macroeconomic level there are ample grounds for doubting that the rate of interest has as large and as direct an influence on the rate of investment as this analysis would lead us to believe. At the microeconomic level the certainty model has little descriptive value and provides no real guidance to the finance specialist or managerial economist whose main problems cannot be treated in a framework which deals so cavalierly with uncertainty and ignores all forms of financing other than debt issues.4 Only recently have economists begun to face up seriously to the problem of the cost of capital cum risk. In the process they have found their interests and endeavors merging with those of the finance specialist and the managerial economist who have lived with the problem longer and more intimately. In this joint search to establish the principles which govern rational investment and financial policy in a world of uncertainty two main lines of attack can be discerned. These lines represent, in effect, attempts to extrapolate to the world of uncertainty each of the two criteria-profit maximization and market value maximizationwhich were seen to have equivalent implications in the special case of certainty. With the recognition of uncertainty this equivalence vanishes. In fact, the profit maximization criterion is no longer even well defined. Under uncertainty there corresponds to each decision of the firm not a unique profit outcome, but a plurality of mutually exclusive outcomes which can at best be described by a subjective probability distribution. The profit outcome, in short, has become a random variable and as such its maximization no longer has an operational meaning. Nor can this difficulty generally be disposed of by using the mathematical expectation of profits as the variable to be maximized. For decisions which affect the expected value will also tend to affect the dispersion and other characteristics of the distribution of outcomes. In particular, the use of debt rather than equity funds to finance a given venture may well increase the expected return to the owners, but only at the cost of increased dispersion of the outcomes. Under these conditions the profit outcomes of alternative investment and financing decisions can be compared and ranked only in terms of a subjective "utility function" of the owners which weighs the expected yield against other characteristics of the distribution. Accordingly, the extrapolation of the profit maximization criterion of the certainty model has tended to evolve into utility maximization, sometimes explicitly, more frequently in a qualitative and heuristic form.5 The utility approach undoubtedly represents an advance over the certainty or certainty-equivalent approach. It does at least permit us to explore (within limits) some of the implications of different financing arrangements, and it does give some meaning to the "cost" of different types of funds. However, because the cost of capital has become an essentially subjective concept, the utility approach has serious drawbacks for normative as well as analytical purposes. How, for example, is management to ascertain the risk preferences of its stockholders and to compromise among their tastes? And how can the economist build a meaningful investment function in the face of the fact that any given investment opportunity might or might not be worth exploiting depending on precisely who happen to be the owners of the firm at the moment? Fortunately, these questions do not have to be answered; for the alternative approach, based on market value maximization, can provide the basis for an operational definition of the cost of capital and a workable theory of investment. Under this approach any investment project and its concomitant financing plan must pass only the following test: Will the project, as financed, raise the market value of the firm's shares? If so, it is worth undertaking; if not, its return is less than the marginal cost of capital to the firm. Note that such a test is entirely independent of the tastes of the current owners, since market prices will reflect not only their preferences but those of all potential owners as well. If any current stockholder disagrees with management and the market over the valuation of the project, he is free to sell out and reinvest elsewhere, but will still benefit from the capital appreciation resulting from management's decision. The potential advantages of the market-value approach have long been appreciated; yet analytical results have been meager. What appears to be keeping this line of development from achieving its promise is largely the lack of an adequate theory of the effect of financial structure on market valuations, and of how these effects can be inferred from objective market data. It is with the development of such a theory and of its implications for the cost-of-capital problem that we shall be concerned in this paper. Our procedure will be to develop in Section I the basic theory itself and to give some brief account of its empirical relevance. In Section II, we show how the theory can be used to answer the cost-of-capital question and how it permits us to develop a theory of investment of the firm under conditions of uncertainty. Throughout these sections the approach is essentially a partial-equilibrium one focusing on the firm and "industry." Accordingly, the "prices" of certain income streams will be treated as constant and given from outside the model, just as in the standard Marshallian analysis of the firm and industry the prices of all inputs and of all other products are taken as given. We have chosen to focus at this level rather than on the economy as a whole because it is at the level of the firm and the industry that the interests of the various specialists concerned with the cost-of-capital problem come most closely together. Although the emphasis has thus been placed on partialequilibrium analysis, the results obtained also provide the essential building blocks for a general equilibrium model which shows how those prices which are here taken as given, are themselves determined. For reasons of space, however, and because the material is of interest in its own right, the presentation of the general equilibrium model which rounds out the analysis must be deferred to a subsequent paper.

Ссылка на оригинал: https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra\_-\_the\_cost\_of\_capital\_corporation\_finance.pdf

Перевод

Обзор американской экономики ИЮНЬ 1958 НОМЕР ТРИ

СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА, ФИНАНСЫ КОРПОРАЦИИ И ТЕОРИЯ ИНВЕСТИЦИЙ

ФРАНКО МОДИЛЬЯНИ И МЕРТОН МИЛЛЕР\*

Какова "стоимость капитала" для фирмы в мире, где фонды используются для приобретения активов, у которых неопределенный доход; и в котором капитал может быть получен многими различными средствами, начиная от чистых долговых инструментов, представляющих собой фиксированные требования к деньгам, до чистых эмиссий акций, дающих держателям только право на пропорциональную долю в неопределенном предприятии.?

Этот вопрос волновал по меньшей мере три класса экономистов: 1) специалиста по корпоративным финансам, который занимается методами финансирования фирм для обеспечения сохранения их работоспособности и роста; 2) экономиста-аналитика, изучающего составление экономического анализа эффективности намечаемых капиталовложений; и 3) экономиста-теоретика, который занимается толкованием динамики инвестиций как на микро -, так и на макроуровне. "Во многих своих формальных анализах экономический теоретик, по крайней мере, оставлял в стороне суть проблемы стоимости капитала, исходя из того, что материальные активы, такие как облигации, можно рассматривать как доходные, надежные потоки. Исходя из этого предположения, теоретик пришел к выводу, что стоимость капитала для владельцев фирмы - это обычная процентная ставка по облигациям; экономист также вывел известное положение, что фирма, действуя рационально, будет стремиться подтолкнуть инвестиции к точке, где предельная доходность материальных активов равна рыночной процентной ставке. Можно сказать, что это положение вытекает из любого критерия рационального принятия решений, которые эквивалентны в некоторых условиях, а именно: (1) при максимизации прибыли и (2) максимизации рыночной стоимости. Согласно первому критерию, материальный актив стоит приобретать, если он увеличит чистую прибыль владельцев фирмы. Но чистая прибыль будет увеличиваться только в том случае, если ожидаемый реализованный доход, или прибыль актива превышает процентную ставку. Согласно второму критерию, активы стоит приобрести, если они увеличивают стоимость собственного капитала владельцев, т. е. если они добавляют больше к рыночной стоимости фирмы, чем затраты на приобретение. Кроме того, активы увеличиваются по причине капитализации потока, который генерируется по рыночной процентной ставке, и эта капитализированная стоимость будет превышать его стоимость тогда и только тогда, когда доходность актива превышает процентную ставку. Заметим, что при любой формулировке стоимость капитала равна ставке процента по облигациям, независимо от того, приобретаются ли средства через долговые инструменты или через новые выпуски обыкновенных акций. Действительно, в мире стабильного дохода различие между долговыми и долевыми фондами в значительной степени сводится к терминологии.

Следует признать, что в этом типе анализа обычно предпринимаются некоторые попытки допустить существование неопределенности. Такая попытка обычно принимает форму наложения на результаты анализа определенности понятия "дисконта риска", который вычитается из ожидаемой доходности (или" премии за риск", которая добавляется к рыночной ставке процента). Затем предполагается, что инвестиционные решения должны основываться на сравнении компонентов "с учетом риска" или "эквиваленту надежности" доходности с рыночной процентной ставкой.3 Однако до сих пор не было дано удовлетворительного объяснения относительно того, что определяет размер дисконтирования риска и как он изменяется в ответ на изменения других переменных.

Рассматриваемая в качестве подходящего варианта, модель фирмы, построенная с помощью подходов - определенности или эквивалентности надежности была полезна при рассмотрении некоторых более грубых аспектов процессов накопления капитала и экономических колебаний. Такая модель лежит в основе, например, известной кейнсианской общей инвестиционной функции, в которой совокупные инвестиции записываются как функция процентной ставки-той же самой безрисковой процентной ставки, которая появляется позже в системе для уравнивания предпочтения ликвидности.

Однако мало кто будет утверждать, что это приближение является адекватным.

На макроэкономическом уровне существует достаточно оснований сомневаться в том, что норма процента оказывает столь же большое и непосредственное влияние на уровень инвестиций, как это можно было бы предположить в результате такого анализа.

На микроэкономическом уровне определенная модель имеет мало описательной ценности и не дает никакого реального руководства специалисту по финансам или экономисту-менеджеру, чьи основные проблемы не могут рассматриваться в рамках, которые отражают неопределенность и игнорируют все формы финансирования, кроме долговых проблем. Только в последнее время экономисты начали серьезно подходить к проблеме стоимости капитала и риска. В процессе они обнаружили, что их интересы и усилия соединяются с интересами специалиста по финансам и экономиста-управленца, которые знают об этой проблеме дольше и лучше. В совместном поиске принципов, регулирующих рациональную инвестиционную и финансовую политику в ситуации неопределенности, можно выделить два основных плана атаки. Данные планы являются, по сути, попытками распространить при неопределенной ситуации каждый из двух критериев - максимизацию прибыли и максимизацию рыночной стоимости, которые, как считалось, имеют равнозначные последствия в каждом определенном случае. С признанием неопределенной ситуации эта равнозначность исчезает. На самом деле критерий максимизации прибыли уже даже не вполне определен. В условиях неопределенности каждому решению фирмы соответствует не уникальный результат получения прибыли, а множество взаимоисключающих результатов, которые в лучшем случае могут быть описаны субъективным распределением вероятностей. В общем, результат прибыли превратился в случайную величину, и как таковая его максимизация больше не имеет практического значения.

Кроме того, эту трудность обычно нельзя устранить с помощью математического ожидания прибыли как переменной, которая должна быть максимизирована. Так как решения, влияющие на ожидаемую величину, будут также иметь тенденцию влиять на дисперсию и другие характеристики распределения результатов. В частности, использование долговых, а не акционерных фондов для финансирования данного предприятия вполне может увеличить ожидаемый доход владельцев, но только за счет увеличения дисперсии результатов. В этих условиях результаты прибыли от альтернативных инвестиционных и финансовых решений можно сопоставить и ранжировать только с точки зрения субъективной "функции полезности" собственников, которая измеряет ожидаемую доходность по отношению к другим характеристикам распределения. Соответственно экстраполяции критерия максимизации прибыли, определенная модель имеет тенденцию к эволюции в максимизации полезности, а иногда чаще в качественной и приближенной форме. 5 Подход полезности, несомненно, представляет собой прогресс по сравнению с определенным подходом или с достоверным определенным подходом. Это, по крайней мере, позволяет нам исследовать (в определенных пределах) некоторые последствия различных механизмов финансирования и придает некоторое значение "стоимости" различным видам фондов.

Однако, поскольку стоимость капитала стала по существу субъективным понятием, подход полезности имеет серьезные недостатки, как для нормативных, так и для аналитических целей. Как, например, руководство может определить предпочтения своих акционеров в отношении риска и пойти на компромисс, несмотря на их предпочтения? И как экономист может выстроить значимую инвестиционную функцию перед лицом того факта, что любая данная инвестиционная возможность может быть или не быть полезной в зависимости от того, кто именно является владельцем фирмы в данный момент? К счастью, эти вопросы не нуждаются в ответах, поскольку альтернативный подход, основанный на максимизации рыночной стоимости, может служить основой для оперативного определения стоимости капитала и практической теории инвестиций. При таком подходе любой инвестиционный проект и сопутствующий ему план финансирования должны пройти только следующий тест: повысит ли финансируемый проект рыночную стоимость акций фирмы? Если да, то оно стоит затраченных усилий; если же нет, то его доходность меньше предельных издержек капитала для фирмы.

Заметим, что такой тест совершенно не зависит от предпочтений нынешних владельцев, поскольку рыночные цены будут отражать не только их предпочтения, но и предпочтения всех потенциальных владельцев.

Если какой-либо текущий акционер не согласен с руководством и рынком по поводу оценки проекта, он может продать его и вложить в другое место, но все равно он получит выгоду от повышения стоимости капитала в результате решения руководства.

Потенциальные преимущества подхода рыночной стоимости уже давно оценены по достоинству; однако аналитические данные оказались весьма скромного содержания.

По-видимому, именно отсутствие адекватной теории влияния финансовой структуры на рыночные оценки и того, как эти эффекты могут быть выведены на основе объективных рыночных данных, не позволяет достичь этой перспективной цели.

Именно развитием такой теории и ее последствиями для проблемы стоимости капитала мы и займемся в этой статье.

Наш порядок работы будет заключаться в том, чтобы развить в Разделе I саму основную теорию и дать некоторое краткое описание ее фактической значимости.

В Разделе II мы покажем, как эта теория может быть использована для ответа на вопрос о стоимости капитала и как она позволяет нам разработать теорию инвестиций фирмы в условиях неопределенности.

Во всех этих разделах методика по существу является частично похожей; мы подробно остановимся на фирме и "промышленности".

Соответственно, "цены" определенных потоков дохода будут рассматриваться как постоянные и заданные извне модели, точно так же, как в стандартном Маршаллианском анализе фирмы и отраслей, цены, всех вводимых ресурсов и всех других продуктов принимаются, как данные.

Мы решили сосредоточиться на этом уровне, а не на экономике в целом, потому что именно на уровне фирмы и отрасли интересы различных специалистов, занимающихся проблемой стоимости капитала, наиболее тесно соприкасаются.

Несмотря на то, что основное внимание при этом уделялось анализу частичного равновесия, полученные результаты также являются необходимыми составными элементами для модели общего равновесия, которая показывает, как те цены, которые здесь принимаются как данность, сами определяются.

Однако по причине ограниченного объема и потому, что материал сам по себе представляет интерес, изложение модели общего равновесия, которая завершает анализ, необходимо отложить до следующей статьи.