

КЛАССИКА ТЕОРИИ ФИНАНСОВ

А. В. Бухвалов

ТЕОРИЯ ФИНАНСОВ И ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ: СОВРЕМЕННЫЙ ПОДХОД (предисловие к разделу)

Данная статья является введением к переводам четырех работ* по теории финансов, связанных с именами выдающихся специалистов в этой области (основателей финансовой экономики), отмеченных Нобелевскими премиями по экономике в 1990-х гг. В предлагаемой вступительной статье автор, наряду с кратким анализом содержания публикуемых статей, останавливается на значении этих работ для российского рынка и российских компаний, а также для российского исследователя и преподавателя.

Сегодня в ряду различных экономических дисциплин теория финансов отличается одновременно наивысшей интеллектуальной сложностью, где она вышла на один уровень с теоретической физикой, и максимальной направленностью на реальные практические приложения. При этом теория финансов, пожалуй, наиболее ярко проявила свою сущность как часть современной теории менеджмента, развивающей несколько абстрактный подход экономической науки в направлении реальных приложений. В настоящее время безусловным лидером в области теории финансов являются США. Заметим, что аспирантура по финансам сосредоточена там в ведущих университетах, причем исключительно в школах бизнеса и менеджмента, а не на экономических факультетах.

Специфика исторического пути России привела к тому, что во всем спектре экономических и управленческих дисциплин именно в области финансов (государственных и особенно — корпоративных) мы оказались наименее подготовленными и практически, и академически. Дело в том, что экономика цент-

* Раздел составлен А. В. Бухваловым. Две работы публикуются в этом выпуске и две другие — в выпуске 2.

© А. В. Бухвалов, 2003

рализованного планирования вполне допускает применение классического макроэкономического и микроэкономического анализа. Это можно сделать не только сегодня — ретроспективно, но это реально делалось отечественными экономистами того времени. Достаточно вспомнить микроэкономический анализ Л. В. Канторовича, единственного российского нобелевского лауреата по экономике (1975), одного из основателей кафедры экономической кибернетики экономического факультета Ленинградского государственного университета.¹ Основная экономическая монография Л. В. Канторовича «Экономический расчет наилучшего использования ресурсов» (1959) содержит темы от использования ренты при ценообразовании на природные ресурсы до необходимости учета морального старения оборудования при социализме. Нужно вспомнить и совместную работу Госплана СССР, ЦЭМИ и других институтов АН СССР по совершенствованию территориального планирования, системы ценообразования и многих других прикладных задач, которые проводились на базе балансовых методов и принципов оптимизации.

Однако закономерен вывод, к которому пришел наш земляк, выдающийся петербургский экономист В. М. Гальперин, и который был опубликован несмотря на все препоны: никакие экономико-математические модели не могут заменить отсутствующий в экономике централизованного планирования настоящий живой рынок с его критериями экономической эффективности капиталовложений.²

Действительно, само централизованно планируемое хозяйство имело почти все основные экономические характеристики: ВВП, рост, динамику уровня цен, занятость и т. п.

Одна характеристика экономики, однако, отсутствовала — не было важнейшей макроэкономической и одновременно финансовой характеристики экономики — ставки процента.³ Ставка процента есть центральное понятие теории финансов — она означает стоимость денег. Одно из определений теории финансов может звучать так: наука об исследовании закономерностей формирования ставок доходности (процента) для различных финансовых инструментов. Одновременно теория финансов является и наукой об инве-

¹ Подробнее о роли Л. В. Канторовича в создании первой в СССР кафедры экономической кибернетики в 1960 г. см.: [Бухвалов, Дмитриев, 1999].

² См.: Гальперин В. М. О тенденциях развития методов и практики оценки технических вариантов // Известия АН СССР. Сер. Экономика. 1987. № 1. С. 55–65. Более явно позиция В. М. Гальперина выражена в работе: Гальперин В. М., Игнатьев С. М., Моргунов В. И. Микроэкономика. Т. 2. СПб., 1997. Приложение 15Б.

³ Ситуация здесь не аналогична плановому ценообразованию. Даже при плановом ценообразовании были как регулярные централизованные пересмотры системы цен, так и назначение новых цен на новую и модернизированную продукцию. В СССР банковская ставка процента в отличие от цены не играла никакой мотивационной роли.

стициях (в реальный сектор и финансовый сектор), а потому и наукой об оценивании потоков платежей. Для этого нам опять нужна ставка процента. Реальный сектор экономики СССР был технически развит и производил многочисленные продукты. Финансовые же институты находились в зародыше, а финансовых инструментов практически не было. Потому интерес Л. В. Канторовича к практике ценообразования на товары и услуги (любимая его тема — оплата услуг такси) был конкретен и находил спрос и у теоретиков, и у практиков. Теория же ценообразования на финансовые инструменты не могла найти точки соприкосновения с реальностью. Бедность набора финансовых инструментов, непонимание механизмов введения новых финансовых инструментов на рынок до сих пор являются слабостью российской экономики, что ведет к негативным макроэкономическим последствиям. Бедственны последствия этого и для бизнеса, который не получает свою объективную оценку (стоимость) и не может получить конкурентный доступ к (относительно дешевым) финансовым ресурсам.

Финансовый рынок является важнейшим элементом экономического окружения бизнеса — именно здесь находятся средства для краткосрочных и долгосрочных инвестиций. Это определяет важность финансового рынка для финансового менеджера. Финансовый рынок, однако, важен также в связи с *корпоративным управлением* (corporate governance) — системой поиска эффективного собственника, а следовательно, и эффективного менеджера через взаимодействие между реальным рынком (результатами производственной деятельности) и финансовым рынком (отражением производственной деятельности в рыночной капитализации). Корпоративное управление является синтетической дисциплиной, охватывающей многие аспекты менеджмента и права. Новая институциональная экономика через анализ контрактных отношений дает один из возможных новых подходов к проблеме.

Развитый рынок корпоративного контроля приносит элемент конкуренции в деятельность менеджмента, причем конкурентами выступают внешние для корпорации команды менеджеров, которые и не подозревают, в конкуренции с кем конкретно они участвуют. Рынок топ-менеджеров является важным конкурентным рынком. Без его становления невозможен не только эффективный менеджмент, но и эффективная экономика. Корпорация (открытое акционерное общество), не добившаяся успехов как предприятие, как правило не исчезает бесследно, а приобретает своих новых собственников, которые меняют менеджмент, чтобы сделать предприятие успешным. Смена же собственников происходит через фондовый рынок. В этом и заключается неоднозначная связь между реальным и финансовым секторами экономики.

Трактуя этот вопрос в рамках теории общего равновесия, можно выделить принцип эффективности в менеджменте наряду с традиционной эффективностью в производстве. Это и будет соответствовать тому, что микроэко-

номическая фирма максимизирует операционную прибыль, тогда как в теории финансов корпорация (и некорпорированный бизнес тоже) максимизирует ценность фирмы — богатство собственников. Вопрос определения стоимости корпорации рынком существенен для оценки эффективности работы всего менеджмента корпорации в целом, а также для таких практических операций, как, например, слияние и поглощение корпораций.

Для корпорации стоимость, с одной стороны, определяется рынком через капитализацию (текущая цена обыкновенных акций, умноженная на их количество). С другой стороны, встает проблема: выражает ли капитализация фундаментальную стоимость корпорации, которая, согласно классическому подходу Модильяни–Миллера, равна приведенной стоимости потока будущих прибылей. Если буквально следовать логике этих авторов, то речь должна идти о потоке будущих дивидендов, сколь бы отдаленны эти дивиденды не были; сегодня, однако, имеется множество мотиваций для формирования ценности акций, не связанных собственно с дивидендными выплатами: процедура выкупа акций с правом обратной покупки, опционные схемы, создание ценности через слияния и поглощения, спекуляция и др.

Теоретический анализ проблемы стоимости весьма сложен и неоднозначен. Многочисленные эмпирические исследования показывают, что даже в развитых странах анализ бухгалтерской отчетности неадекватен задаче оценки стоимости компании. Скандал, разразившийся после банкротства крупной американской корпорации Enron в декабре 2001 г., перекинулся на многие компании и повредил в целом репутации аудиторской профессии.

Тот факт, что анализ деятельности фирмы трудно основывать на бухгалтерских данных о балансах, тем более справедлив для России, с ее значительной долей рентных составляющих, связанных с оппортунистическим поведением менеджеров и собственников. Эти составляющие не могут проходить через какую-либо отчетность и вообще быть постатейно оценены (речь идет, например, об оппортунистическом ценообразовании при заключении контрактов, занижении объемов производства, использовании неформальных связей и т. п.). Однако именно существующий в России, чисто нигилистический, подход к проблеме капитализации, по мнению многих аналитиков, и не позволяет нам построить эффективную экономику. Инвестор хочет вкладывать в ликвидные активы (компании, имеющие активно торгуемые акции, — это и есть требуемый актив), а не получать в «залог» малоликвидные сооружения и оборудование.

В последнее десятилетие в финансовом анализе появилось новое направление, связанное с учетом создания новой ценности на базе анализа финансовой отчетности, но с пересчетом базовых величин на основе рыночной ценности, а не учетных данных. Речь идет о методиках EVA (Economic Value Added — добавленная экономическая стоимость) и MVA (Market Value Added — добавленная рыночная стоимость). Сейчас обе методики широко распространены

во многих странах. В России они практически неизвестны. В будущих публикациях мы собираемся обратиться к освещению содержания этих методик.

Финансовый менеджер должен одновременно разбираться в финансовом рынке — как во внешнем окружении бизнеса — и непосредственно в финансовом менеджменте, связанном с локальными проблемами данного бизнеса (принятие инвестиционных решений, поиск источников финансирования, эмиссия финансовых инструментов, управление потоками, решение агентской проблемы через систему вознаграждения персонала и руководителей, процессы образования структур родственных предприятий и т. п.). В значительной мере финансовый менеджер должен быть и специалистом по маркетингу, например при построении потока будущих платежей проекта необходимо сделать предположения о ценообразовании на новый продукт и спрос на него. Для того чтобы понимать, добавляют ли принимаемые инвестиционные решения стоимость данному бизнесу или же разрушают его стоимость, необходимо уметь определять, сколько стоит собственный капитал. А это не простая задача. Она требует теоретического основания, а не ссылки на различные альтернативные доходности, встречающиеся на рынке.

К сожалению, на практике мы в России пока почти лишены возможности наблюдать настоящего финансового менеджера. Дело в том, что в СССР не было финансистов, но зато были вполне квалифицированные бухгалтеры. Бухгалтер и теперь является чрезвычайно нужным специалистом. Однако в результате получилось, что бухгалтер «заместил» финансового менеджера. Иначе и не могло произойти. Процесс подготовки финансовых менеджеров нового поколения, способных решать вышеописанные задачи, лишь только начинается. Трудность заключается и в том, что многому (например, деятельности взаимных фондов или опционам) приходится учиться в условиях отсутствия в настоящий момент соответствующих институтов и инструментов в реальной российской экономике (пусть не обидятся на меня здесь энтузиасты этих двух сегментов рынка!). Обучая логике и технике функционирования новых институтов и стратегиям работы с новыми инструментами, университеты создают предпосылки к развитию новых секторов рынка (мысль о влиянии идеи как таковой на развитие рынка ярко освещена в работе Р. Джерроу [Джерроу, 2003], помещенной ниже).

Теорию современных финансов часто называют *финансовой экономикой*. До середины XX века финансы были в основном вербальной дисциплиной, в которой превалировали юридические аспекты и торговые правила. В этом отношении финансы не были обществоведческой дисциплиной, а потому и не могли формально рассматриваться как часть экономики — дисциплины о хозяйственном поведении индивидуумов и их групп в обществе. В лучшем случае «старые» финансы изучали «поведение» отдельных ценных бумаг (технический анализ).

В последние полвека ситуация полностью изменилась. Поведение инвестора — акционера, менеджера, хеджера, спекулянта, инсайдера, аутсайдера, институционального инвестора и т. п. — стало во главу угла. Человеческая проблема взаимоотношений между собственниками и менеджерами (*агентская проблема*) стала центральной в организационной практике управления компанией. Теория приобрела все черты академической науки высшего ранга, не утратив при этом связи с практикой. Доказательством служит то, что выпускники аспирантских программ по финансам ведущих школ менеджмента в США выбирают между академическими свободами профессорской карьеры в университетах (заметим, что даже в этом случае их заработная плата будет в полтора–два раза больше, чем у преподавателя экономики равного ранга) и высокооплачиваемой брокерско-консультационной деятельностью на Уолл-Стрит.

Эпохальные достижения финансовой экономики хорошо прослеживаются на примере работ выдающихся финансистов, получивших Нобелевские премии по экономике. Перечислим их имена:

- ♦ **Джеймс Тобин** — 1981 г.: «за анализ состояния финансовых рынков и их влияния на политику принятия решений в области расходов, занятости, производства и цен»;
- ♦ **Франко Модильяни** — 1985 г.: «за анализ поведения людей в отношении сбережений»;
- ♦ **Харви Марковиц** («за создание теории выбора портфельных инвестиций»); **Мертон Миллер** («за фундаментальный вклад в теорию финансирования корпораций»); **Уильям Шарп** («за вклад в теорию формирования цены на финансовые активы») — 1990 г.: «за новаторские работы по финансовой экономике»;
- ♦ **Роберт Мертон, Майрон Шоулз** — 1997 г.: «за новый метод для определения ценности производных ценных бумаг».

В данной рубрике журнала мы решили кратко осветить работы этих выдающихся экономистов, разбив их на две части, публикующиеся в двух последовательных выпусках. В первой части мы представляем переводы обзорных работ ведущих американских экономистов о трудах нобелевских лауреатов 1990 и 1997 гг. ([Вэриан, 2003] и [Джерроу, 2003]). Во второй части будут даны переводы обзора работ Франко Модильяни [Мертон, 2003] и статьи самого Джеймса Тобина [Тобин, 2003]. Такая последовательность и разделение выбраны прежде всего исходя из хронологии открытий. Основы современной финансовой экономики были заложены Харви Марковицем в годы его работы над диссертацией (1952–1956). Подход Марковица, применимый на первый взгляд к весьма специальной задаче диверсификации портфеля, мгновенно получил признание таких выдающихся специалистов старшего поколения, как Джеймс Тобин и Франко Модильяни. С другой стороны, можно трактовать наше деление и содержательно — в первой части представлены микроэконо-

мические финансы, тогда как Тобин и Модильяни внесли свой вклад прежде всего в макроэкономические финансы.

Остановимся кратко на том, что осталось по данной проблематике за пределами обсуждаемых статей, а также на том, в какой мере все это применимо и актуально для российской действительности.

Работа Д. Тобина [Тобин, 2003] о финансовом посредничестве чрезвычайно важна для понимания необходимости развития институтов финансового рынка в России. В рыночной экономике финансовые посредники должны обеспечивать общественную эффективность (снижать затраты рыночных агентов по сравнению со случаем отсутствия института, а не повышать — как это у нас зачастую бывает), возможность диверсификации, гладкую систему трансформации одних активов в другие, не говоря уже о такой банальности, как функционирование системы платежей. Вообще на фондовом рынке должны взаимодействовать три вида агентов: собственники (с правовой точки зрения все держатели обыкновенных акций являются собственниками; здесь под собственниками мы подразумеваем более узкий класс наиболее заинтересованных в данной корпорации инвесторов, обладающих в совокупности контрольным пакетом акций), институциональные инвесторы и спекулянты. На развитом рынке именно институциональные инвесторы, представленные крупными финансовыми посредниками типа пенсионных и различных страховых фондов, взаимных (паевых) фондов, банков, играют определяющую роль при нащупывании цены акций. Важно отметить, что институциональные инвесторы, как правило, заинтересованы не в краткосрочной прибыли, а — в зависимости от своей институциональной функции — в долгосрочной доходности или поддержании определенной дюрации своего портфеля (дюрация от *англ.* duration — продолжительность периода окупаемости инвестиций). На российском фондовом рынке институциональные инвесторы не играют пока существенной роли, что, по мнению автора настоящей статьи, не дает решить проблемы развития фондового рынка в России (рынок малоликвиден в целом; подавляющая же часть ОАО на нем просто не представлена).

Статья о нобелевском лауреате 1985 г. — Франко Модильяни [Мертон, 2003] написана в 1987 г. будущим нобелевским лауреатом Робертом Мертоном. В теории финансового менеджмента с именем последнего связана знаменитая теорема Модильяни–Миллера (кратко: ММ-теорема). Авторы установили, что в весьма общих, но идеализированных, условиях ценность корпорации не зависит от соотношения между собственным и заемным капиталом (левериджа, или рычага) и дивидендной политики. Этот вывод, как справедливо отмечает Мертон, явился наиболее шокирующим менеджеров результатом из всех когда-либо полученных экономической теорией. Если ранее выработка финансовой и дивидендной политик считалась основным практическим достижением работы финансовых менеджеров, то теперь ценность их работы

была поставлена под сомнение. Как позже отмечал сам Миллер, практическая важность теоремы Модильяни–Миллера заключается не в классической формулировке, приведенной выше, а в эквивалентной ей формулировке, которая получается с помощью логического отрицания: если ценность фирмы зависит от финансовой и дивидендной политик (как это обычно и бывает), то не выполнены некоторые из идеализированных предпосылок этой теоремы. Необходимо проанализировать, что это за предпосылки и каково их влияние.

В статье Х. Вэриана [Вэриан, 2003] дан обзор работ Харви Марковица, Мертона Миллера и Уильяма Шарпа по теории финансового рынка. В названии статьи обыграно слово портфель — Вэриан говорит о портфеле нобелевских лауреатов, имея в виду то, что лауреаты дополняют друг друга в своей роли создателей фундаментальных основ финансовой экономики. Модели доходности на финансовом рынке (портфель по Марковицу, CAPM, их более сложные обобщения) являются примерами моделей, для справедливости которых нужен рынок с богатым набором инструментов и высокой ликвидностью. (Capital Asset Pricing Model — модель ценообразования на капитальные активы.) Оценивание рискованной премии по CAPM, очевидно, предполагает неограниченную возможность диверсификации и равновесный характер финансового рынка в целом. Ни то, ни другое условие не выполнены в России. Однако вопрос о применимости таких моделей, даже для развитых рынков, решается исключительно в рамках эконометрической проверки. Работы, включенные в первый раздел сборника [Финансы и политика корпораций, 2000], посвящены как раз верификации такого рода моделей на российском рынке. Выявлены случаи как отклонения от эффективного поведения, так и следования ему. В частности, в отличие от CAPM, на российском рынке вознаграждается не только систематический риск, но и часть специфического риска (что естественно было ожидать из-за невозможности диверсификации).

Автор статьи [Джерроу, 2003] о модели Блэка–Мертона–Шоулза ценообразования на опционы остановился на важной практической процедуре, вытекающей из теории. Именно на богатом различными инструментами финансовом рынке при отсутствии торгуемого опциона определенного типа его можно имитировать в виде синтетического опциона. Когда рынок синтетических опционов разовьется и его участники сумеют оплатить создание нового инструмента — соответствующего торгуемого опциона, возникнет и торговая площадка для торговли таким опционом. Это замечание важно для понимания неудач с введением опционных контрактов в России. Недостаточно квалифицированно перевести на русский язык западные правила торговли — необходимо понимать экономическую логику рынка и инструмента.

В статье Р. Джерроу [Джерроу, 2003] уделено мало внимания приложению теории опционов к реальным опционам — важнейшему техническому понятию, недавно привнесенному в стратегический менеджмент из финансо-

вого менеджмента. *Реальным опционом* называется возможность менеджера принимать гибкие решения по ходу реализации инвестиционного проекта в реальном секторе в условиях неопределенности. Гибкость в такого рода проектах надо специально проектировать. Тем самым мы переходим от пассивного учета риска к управлению риском. Примером реального опциона является замораживание или размораживание работы предприятия в добывающей отрасли в зависимости от колебаний цены, инновация, начало производства новой продукции, выход на новый рынок (региональный, национальный, международный), выбор момента начала строительства завода, решение о размере и разнообразии производства и т. п. В этих же рамках исследуется ценообразование на недвижимость. Некоторое представление об этом важном материале можно почерпнуть в учебниках [Брейли и Майерс, 1997, глава 21] и [Коупленд и др., 1999, глава 15].

Наконец, приведем некоторые сведения о том, что еще можно прочитать на русском языке в связи с опубликованным здесь материалом. Вклад Блэка–Мертон–Шоулза рассматривается в [Бухвалов, 1999]. Образцовым вводным учебником по финансовым рынкам является [Шарп и др., 1997], где нобелевский лауреат У. Шарп — один из соавторов. Недавно переведен новый вводный учебник [Боди и Мертон, 2000], являющийся хорошим пособием по финансам для программ мастер делового администрирования (МВА) для нефинансовых менеджеров. Работы Ф. Модильяни и М. Миллера, посвященные структуре капитала корпорации, собраны в [Модильяни и Миллер, 1999]. К сожалению, продвинутых учебников и монографий — ни нобелевских лауреатов, ни других ведущих финансистов — на русский язык пока переведено не было.

Есть, по-видимому, смысл дать ссылки на ряд вводных и «промежуточных» (intermediate)⁴ учебников по финансовому менеджменту, переведенных на русский язык (часто не очень удачно). Авторы этих учебников, несомненно, испытали значительное влияние классических работ, о которых говорится в материалах нашего раздела. Отметим прежде всего промежуточ-

⁴ Термин «intermediate» означает учебник, рассчитанный на студентов «промежуточного уровня» — продвинутых бакалавров и магистрантов первого года, т. е. речь идет о категориях студентов, использующих учебник, а не об эмоциональной оценке уровня учебника. Редактор перевода учебника [Бригхэм, Гапенски, 1997] (одного из лучших по качеству перевода), к сожалению, произвольно перевел оригинальное название «Intermediate Financial Management» как «Финансовый менеджмент: Полный курс». Это неверно и по форме, и по существу — никакой учебник не может претендовать на полноту в сложнейшем предмете. Более того, имеется множество продвинутых курсов по финансовому менеджменту, которые носят уже специальные названия. На этом досадном недоразумении можно было бы не заострять внимания, если бы многие отечественные менеджеры и преподаватели не останавливались в своем изучении менеджмента на слишком ранней стадии.

ные учебники финансового менеджмента [Брейли и Майерс, 1997] (заметим, что переводчики ошибочно перевели фамилию Брили как Брейли) и [Бригхэм и Гапенски, 1997]. Оцениванию бизнеса посвящен учебник [Коупленд и др., 1999]. По управлению инвестициями укажем учебники [Фабозци, 2000] и [Гитман, Джонк, 1997]. Надо отметить, что многие переводы уже отчасти устарели. На английском языке учебник Брили и Майерса вышел в 2003 г. уже 7-м изданием, а Коупленда и др. в 2000 г. — 3-м, причем оба учебника содержат новый материал о реальных опционах в элементарном изложении.

Финансовый менеджмент является технически наиболее сложным и трудоемким разделом менеджмента. Читатели не должны рассчитывать, что, освоив отдельный материал, они смогут сразу и без изменений применить его в своей практике. Решения в менеджменте основаны, с одной стороны, на системном подходе, требующем теоретического учета многих факторов, а с другой — на ситуационном подходе, не допускающем механистического применения теории. Уже стала расхожей фраза, что строгое следование при торговле опционами формуле Блэка–Шоулза в течение двух недель разорит любую компанию.

Литература

- Боди З., Мертон Р. Финансы: Учебник / Пер. с англ. М., 2000.
- Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. 4-го издания. М., 1997.
- Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс. В 2 т. / Пер. с англ. СПб., 1997.
- Бухвалов А. В. Лауреаты Нобелевской премии по экономике: 1997, Роберт Мертон, Майрон Шоулз // Экономическая школа. 1999. Вып.5. С. 511–517.
- Бухвалов А. В., Дмитриев А. Л. Л. В. Канторович и шестой курс экономического факультета ЛГУ в 1959 г. в русле становления экономической науки в России // Петербургская академия наук в истории академий мира. К 275-летию Академии наук / Материалы международной конференции 28 июня–4 июля 1999 г. Том IV. СПб., 1999. С. 208–224.
- Вэриан Х. Портфель нобелевских лауреатов: Марковиц, Миллер и Шарп / Пер. с англ. // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 8. Менеджмент. 2003. Вып. 1.
- Гитман Дж. Л., Джонк М. Д. Основы инвестирования / Пер. с англ. 4-го издания. М., 1997.
- Джерроу Р. В честь нобелевских лауреатов Роберта Мертона и Майрона Шоулза: дифференциальное уравнение в частных производных, которое изменило мир / Пер. с англ. // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 8. Менеджмент. 2003. Вып. 1.
- Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. 2-го издания. М., 1999.
- Мертон Р. В честь нобелевского лауреата Франко Модильяни / Пер. с англ. // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 8. Менеджмент. 2003. Вып. 2.
- Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Пер. с англ. М., 1999.

- Тобин Дж. Финансовое посредничество / Пер. с англ. // Вестн. С.-Петербур. ун-та. Сер. 8. Менеджмент. 2003. Вып. 2.
- Фабоцци Ф. Дж. Управление инвестициями / Пер. с англ. М., 2000.
- Финансы и политика корпораций / Под ред. А. В. Бухвалова, С. В. Котелкина. СПб., 2000.
- Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. М., 1997.

Статья поступила в редакцию 25 декабря 2002 г.