

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

В. В. Ковалев

СТАНОВЛЕНИЕ НЕОКЛАССИЧЕСКОЙ ТЕОРИИ ФИНАНСОВ

В статье рассматривается эволюция финансовой науки, анализируется вклад отдельных ученых в становление подходов к оценке финансовых активов, приводится краткая характеристика отдельных разделов неоклассической теории финансов.

ВВЕДЕНИЕ

В исторической ретроспективе проблемы управления финансами всегда привлекали самое пристальное внимание ученых-экономистов. За свою многовековую историю финансовая наука претерпела определенную трансформацию и эволюционировала в рамках двух весьма различающихся по протяженности стадий.¹ Первая стадия, начавшаяся во времена Римской империи и в известном смысле закончившаяся в середине XX в., нашла свое теоретическое оформление в так называемой *классической теории финансов*; на смену этой стадии пришла вторая, логику которой выражает *неоклассическая теория финансов*.² Суть первой теории состоит в доминанте государства в финансах; суть второй — в доминанте финансов частного сектора (точнее, речь здесь идет преимущественно о финансах с позиции крупных компаний и рынков капитала).

Появление нового направления (т. е. неоклассической теории финансов), естественно, не следует понимать буквально как приход своеобразного «могильщика» своего предшественника — классической теории финансов; правильнее говорить о переходе к новому качеству в развитии финансовой

¹ Общеисторические аспекты становления финансовой науки, в том числе в России, рассмотрены автором в работах [Ковалев, 2001а; 2002].

² Наиболее полно история неоклассической теории финансов исследована П. Бернштейном. При написании данной статьи автор использовал отдельные исторические факты, сообщенные этим ученым в его известной работе (см.: [Bernstein, 1992]).

науки в целом, о смене приоритетов как в теории, так и на практике. Эта тенденция была обусловлена тем обстоятельством, что в сфере финансовых отношений в экономиках ведущих мировых держав, наряду с государством как ключевым игроком, наконец сформировался новый, хорошо организованный и структурированный «монстр» — крупный частный бизнес, с мнением которого государство, безусловно остававшееся основным регулятором финансового сектора страны, задававшим наиболее общие правила игры в виде системы налогов, регалий, сборов и пошлин, все же не могло не считаться.

Сравнительно быстро (по историческим меркам) финансы предпринимательского сектора³ начали доминировать в практическом аспекте; причина очевидна — крупный частный бизнес стал оказывать огромное влияние, по существу, на все аспекты жизни и деятельности государства и общества, в том числе и на планирование и реализацию крупных народнохозяйственных программ. С позиции расширения научного знания в сфере финансов тенденция усиления финансов предпринимательского сектора также представлялась весьма благоприятной, поскольку динамика направлений развития финансовых рынков требовала их теоретической систематизации, объяснения и предсказания, а принятие эффективных и неспонтанных решений в отношении финансовых активов и обязательств в условиях конкурентной среды не могло осуществляться лишь на основе интуиции, дескриптивных моделей и примитивных методов (в смысле техники исполнения и доступности овладения ими).

Напомним коротко события, предшествовавшие появлению неоклассической теории финансов.

ЭВОЛЮЦИЯ КЛАССИЧЕСКОЙ ТЕОРИИ ФИНАНСОВ

Элементарные зачатки финансовой науки можно найти еще в Древнем Египте, Ассирии, Вавилонии, Древней Греции и Риме. Так, в ассирийской и вавилонской теократиях (примерно 2000 г. до н. э.) были не только огромные бюрократические и военные организации, но и проводилась активная внешняя политика, развивались достаточно совершенные денежные институты, существовали кредит и банковское дело. Определенный вклад в развитие финансовой науки был сделан и в эпоху феодальной цивилизации — вспомним, в частности, о работах знаменитых схоластов Фомы Аквинского (St. Thomas Aquinas, 1225–1274) и Н. Орезма (Nicolas Oresme, ок. 1320–1382),

³ Напомним, что с позиции общеэкономической теории в народном хозяйстве традиционно обособляются четыре экономических субъекта: государственный сектор, предпринимательский сектор, сектор домашних хозяйств и сектор «Заграница» (подробнее см.: [Гальперин и др., 1997, с. 11–15; Ковалев, 2004, с. 26–37]).

однако первые системные шаги по структурированию и научному объяснению финансового сектора государства были предприняты все же позднее — в эпоху Реформации (XVI в.) — и связаны с именами таких известных мыслителей, как Д. Карафа (D. Caraffa, 1406–1487), Н. Макиавелли (Niccolo Machiavelli, 1469–1527), Ж. Боден (Jean Bodin, 1530–1596), Дж. Ботеро (Giovanni Botero, 1530–1596), М. де Бетюн (Maximillian de Bethune, 1560–1641) и др.

Переломным в плане становления и укрепления науки о финансах считается XVIII в.: именно второй половиной XVIII в. многие ученые датируют появление систематизированной финансовой науки как самостоятельного направления; в эти годы начался так называемый *научный, или рациональный*, период в ее развитии.⁴ Хотя толчок этому был дан работами физиократов, первые представители систематизированной финансовой науки — немецкие ученые И. Юсти (Johannes Justi, 1720–1771) и Й. Зонненфельс (Joseph Sonnenfels, 1732–1817) — были специалистами в области камеральных наук. К камеральным относили науки, имевшие в виду государственную казну, т. е. извлечение доходов для нужд государства: сельское хозяйство, горное дело и др.; финансовая наука входила в этот перечень, поскольку аккумулировала общие сведения о способах получения доходов для нужд государства.

В дальнейшем работа в оформлении нового научного направления значительно интенсифицировалась — уже к концу XIX в., главным образом усилиями представителей немецкой экономической школы, сложилось вполне однозначное толкование термина «финансы» и сформировалась структура одноименного научного направления. Произошло окончательное оформление так называемой *классической теории финансов*, представлявшей собой свод административных и хозяйственных знаний по ведению финансов государства и публичных союзов; в основе этих знаний — систематизация и развитие методов добывания и направлений расходования необходимых средств.⁵

⁴ Ввиду исключительной продолжительности первой стадии принято выделять в ней отдельные периоды. Один из ведущих теоретиков финансовой науки XIX в. профессор Гейдельбергского университета К. Рау (Karl Rau, 1792–1870), по книгам которого в течение нескольких десятилетий в XIX–XX вв. учились универсанты практически во всех европейских странах, обособил три периода ее развития на первой стадии: ненаучное состояние, переход к научной обработке, научный (рациональный) период [Рау, 1867, т. 1, с. 12–15].

⁵ Общее представление о классической теории финансов можно получить по работам К. Рау, В. А. Лебедева, Л. Косса, Ф. Нитти и других известных специалистов второй половины XIX — начала XX в. (см.: [Рау, 1867; Лебедев, 1882; Косса, 1900; Нитти, 1904]). Краткое описание эволюции финансовой науки на этапе, предшествовавшем становлению неоклассической теории финансов, приведено в работах [Шумпетер, 2001; Ковалев, 2001а; 2002].

Следует обратить внимание на две особенности сформировавшейся финансовой науки. Во-первых, изначально финансы однозначно трактовались как средства государства; в дальнейшем сферу их приложения расширили — под финансами стали понимать средства, принадлежащие государству и публичным союзам (муниципалитетам, графствам, землям, общинам и др.). Во-вторых, финансы не сводились только к денежным средствам; под ними понимались любые средства государства, полученные в виде денег, материалов, услуг.

В подавляющем большинстве научные исследования в области финансов на стыке XIX–XX вв. не касались финансовой деятельности предприятий: внимание акцентировалось на систематизации и обобщении методов пополнения государственной казны через систему налогов. Этим в значительной степени как раз и объясняется тот факт, что теория финансов носила весьма описательный характер, а соответствующие монографии и учебные руководства были похожи друг на друга как близнецы-братья. Стабильность и, в известном смысле, застой в развитии финансовой науки в классическом ее понимании закончились к середине XX в. К этому времени классическая теория финансов практически исчерпала себя, а новые тенденции в развитии экономики с неизбежностью привели к смещению акцентов в областях науки и практики, связанных с управлением финансами. И ученые, и практики пришли к выводу о необходимости теоретического осмысления роли финансов на уровне основной системообразующей ячейки любой экономической системы — фирмы. В числе основных причин смещения акцентов с государственных финансов на финансы предпринимательские можно назвать: снижение роли государства и публичных союзов в экономике; развитие и интернационализацию рынков капитала; осознание значимости финансовых рынков как одного из важнейших факторов развития экономики; повышение роли крупных национальных и транснациональных корпораций; активизацию процессов концентрации в области производства; усиление значимости финансового ресурса как основополагающего в системе ресурсного обеспечения любого бизнеса и др. Усилиями представителей англо-американской финансовой школы теория финансов получила абсолютно новое наполнение по сравнению с изложенными выше взглядами ученых XVIII–XIX вв. Именно в эти годы получает свое оформление *неоклассическая теория финансов*.

НЕОКЛАССИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ ФИНАНСОВ

Подчеркнем прежде всего, что переход от классической к неоклассической теории финансов не был каким-то уникальным, самостоятельным явлением: он осуществлялся в рамках становления неоклассической эконо-

мии⁶ и был теоретически подкреплён разработками ведущих представителей нового направления — маржинализма. Можно упомянуть, в частности, о теории предельной полезности У. Джевонса и об исследованиях Е. Бем-Баверка по проблемам теории капитала и теории процента.

С определенной долей условности можно утверждать, что неоклассическая теория финансов базируется на следующих пяти исходных тезисах (посылах):

- 1) экономическая мощь государства, а значит, и устойчивость его финансовой системы в значительной степени определяются экономической мощью частного сектора, ядро которого составляют крупные корпорации;
- 2) финансы предпринимательского сектора образуют ядро финансовой системы страны;
- 3) вмешательство государства в деятельность предпринимательского сектора целесообразно минимизируется;
- 4) из доступных источников финансирования, определяющих возможности развития крупных корпораций, основными являются прибыль и рынки капитала;
- 5) интернационализация рынков капитала, товаров, труда приводит к тому, что общей тенденцией развития финансовых систем отдельных стран и рынков капитала является стремление к интеграции.

В наиболее общем виде *неоклассическую теорию финансов* можно определить как систему знаний об организации финансовой триады (ресурсы, отношения, рынки) и управлении ею. Ключевыми разделами, послужившими основой формирования этой науки и/или вошедшими в нее составными частями, явились: 1) теория полезности; 2) теория арбитражного ценообразования; 3) теория структуры капитала; 4) теория портфеля и модель ценообразования на рынке финансовых активов; 5) теория

⁶ Напомним, что период доклассической экономики, начавшийся в античные времена, закончился в середине XVIII в., а его венцом были работы физиократов. Идеи классической экономики (середина XVIII — конец XIX в.) развивались А. Смитом и его последователями — Т. Мальтусом, Дж. Сеем, Д. Рикардо, Дж. Миллем и др. 1890 г., когда вышла знаковая работа А. Маршалла (Alfred Marshall, 1842–1924) «Принципы экономики», знаменует начало истории современной экономической мысли, получившей название неоклассической экономики; следует упомянуть и о том, что некоторые ученые считают более обоснованным вести отсчет истории современной микроэкономической теории с 1870-х гг., когда были опубликованы работы У. Джевонса «Теория политической экономии» (1871), К. Менгера «Основания политической экономии» (1871) и Л. Вальраса «Элементы чистой политической экономии» (1874), положившие начало маржиналистской революции.

ценообразования на рынке опционов и б) теория предпочтений ситуаций во времени.⁷

Финансовые ресурсы — это те активы, с помощью которых некий субъект может решать свои задачи инвестиционно-финансового характера; в приложении к хозяйствующему субъекту решение поставленных задач осуществляется путем комбинирования двух типовых процессов — мобилизации (результат — нахождение источников финансирования и привлечение необходимого объема средств) и инвестирования (результат — определение направлений и объемов вложения привлеченных средств).

Финансовые отношения — это отношения между различными субъектами (физическими и юридическими лицами), которые влекут за собой изменение в составе активов и/или обязательств этих субъектов. Они должны иметь документальное подтверждение (договор, накладная, акт, ведомость и др.) и, как правило, сопровождаться изменением имущественного и/или финансового положения контрагентов, участвующих в конкретной операции с финансовыми ресурсами. Безусловно, основными элементами, сопровождающими и оформляющими финансовые отношения, являются договоры и их разновидность — финансовые инструменты. Напомним, что, согласно Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО 32 и МСФО 39), финансовым инструментом называется любой договор, в результате которого одновременно возникают финансовый актив у одной компании и финансовое обязательство или долевого инструмент — у другой.

Финансовый рынок — организованная или неформальная система торговли финансовыми активами и инструментами. На нем происходят обмен деньгами и их эквивалентами, предоставление кредита и мобилизация капитала и др., т. е. реализуются различные комбинации двух типовых финансовых процедур — мобилизации и инвестирования. Основную роль здесь играют финансовые институты, направляющие потоки денежных средств от собственников к заемщикам. Как и любой другой, финансовый рынок предназначен для установления непосредственных контактов между покупателями и продавцами финансовых ресурсов.⁸

⁷ К сожалению, систематизированного и достаточно полного трактата (монографии, руководства, учебного пособия) по неоклассической теории финансов на русском языке нет. Наиболее полное изложение оснований этой теории см.: [Copeland, Weston, 1988]; из доступных трудов по данной тематике на русском языке можно порекомендовать лишь работу немецкого профессора Л. Крушвица (см.: [Крушвиц, 2000]).

⁸ Подробнее о финансовой триаде см.: [Ковалев, 2001б, с. 58–61; Ковалев, Ковалев Вит., 2004, с. 57–65]. Детальная классификация финансовых инструментов приведена в книге [Инвестиции, 2003, с. 90–114]. Достаточно строгие дефиниции финансовых активов, обязательств и инструментов можно найти в книге [Международные стандарты..., 1999].

В приложении к финансам хозяйствующих субъектов упомянутая триада поддается весьма простой и наглядной интерпретации: ресурсы — это то, что обращается на финансовом рынке; отношения (договорные) — то, что оформляет, легитимизирует, делает общепризнанным движение ресурсных потоков при осуществлении или намерении произвести операции мобилизации и инвестирования; рынок — это место и механизм, с помощью которых организуются и систематизируются, упрощаются и унифицируются процедуры оформления отношений и движения ресурсов.

Именно систематизация знаний о принципах функционирования финансовых рынков, и в частности теоретических построений и практического инструментария с позиции участников рынков, и представляет собой ядро неоклассической теории финансов. В основе работы на финансовом рынке лежит владение определенным инструментарием и навыками в отношении управления финансовыми активами и осуществления операций с ними, включая оценку активов, прогнозирование изменения их ключевых характеристик, конструирование инструментов и сделок и др. Именно с помощью финансовых инструментов как раз и осуществляются переливы финансовых ресурсов между субъектами бизнес-отношений, смысл которых заключается в конструировании таких комбинаций проектов инвестирования (целевой вопрос: куда вложить имеющиеся финансовые ресурсы?) и проектов финансирования (целевой вопрос: из каких источников привлечь требуемые финансовые ресурсы?), которые приводили бы к получению прибыли в долгосрочном аспекте.

Становление и усиление значимости финансовых рынков, инструментов и институтов в контексте функционирования международных и национальных финансовых систем привело к качественным изменениям в динамике развития финансовой науки в целом. Дело в том, что ключевым элементом организации взаимоотношений государства с зависящими от него физическими и юридическими лицами является строгое следование предписанным регулятивным актам, определяющим порядок мобилизации и использования финансовых ресурсов; иными словами, здесь доминируют рутинность и предопределенность. В том случае, когда акценты смещаются в область рынка, на первый план выходят стохастичность, многовариантность, рисковость, проблема выбора, умение оценки того или иного возможного в принципе (но необязательного по своей природе!) финансового решения. Отсюда с неизбежностью следует необходимость кардинальных изменений в научном и практическом инструментарии в сфере финансов. На смену присущей классической теории финансов дескриптивности приходит математизация описания сущностной и инструментальной сторон финансовых процессов в контексте неоклассической теории финансов. Не случайно в числе лауреатов Нобелевской премии последних десятилетий

доля специалистов, занимающихся финансовой проблематикой, весьма существенна.

Без преувеличения можно утверждать, что в основе формализованного управления финансовыми рыночными операциями находится все же оценка (актива, дохода, эффективности и др.). Как известно, в настоящее время существует три основные теории оценки, сложившиеся в процессе эволюции финансовой науки: технократическая, теория «хотьбы наугад» (Random Walk Theory) и фундаменталистская.

По мнению технократов, оценка ценности актива есть экстраполяция динамики цены (движение от прошлого к настоящему). Последователи теории «хотьбы наугад» считают, что ценность актива выражается его текущей рыночной ценой, которая складывается стихийно под воздействием фактов и обстоятельств и которую невозможно обоснованно спрогнозировать или исчислить с помощью формализованных методов; более того, никакие оценки прошлого и будущего не могут помочь в уточнении текущей цены. Фундаменталисты полагают, что текущая ценность финансового актива может быть определена как дисконтированная стоимость будущих поступлений, ожидаемых от владения этим активом (движение от будущего к настоящему).

ОБЗОР ТЕОРИИ ОЦЕНКИ

Технократический подход. Первые попытки построения теории поведения на фондовом рынке связаны с именем Ч. Доу (Charles Dow, 1851–1902), который основал в 1882 г. компанию Dow, Jones & Company, специализировавшуюся на выпуске финансовой информации. С 1889 г. эта компания начала выпускать Wall Street Journal, некоторое время спустя превратившуюся в ведущую ежедневную деловую газету США, а индекс Доу-Джонса, рассчитывавшийся и публиковавшийся этой компанией, до настоящего времени является одним из наиболее известных и авторитетных финансовых индикаторов.

Справедливости ради следует отметить, что помимо Доу у истоков компании были еще два человека: Э. Джонс (Eddie Jones) и Ч. Бергштрассер (Charles Bergstrasser). Доу и Джонс были друзьями и начинали свою карьеру как репортеры в ряде небольших газет и журналов. Они удачно дополняли друг друга, поскольку Джонс «имел нюх» на новости и, по словам одного из современников, мог читать и понимать финансовые отчеты быстрее, чем кто-либо другой, а Доу специализировался на публикации ежедневных аналитических обзоров по финансовой тематике и делал это мастерски: его обзоры отличались четкостью, ясностью и аналитичностью. Чувствуя «нутром» перспективность нового направления, связанного с оценкой финансовой конъюнктуры, и будучи стесненными рамками обыч-

ной газеты, Доу и Джонс вместе со своим другом Бергштрассером, работавшим в то время в известном банкирском доме Drexel, Morgan & Company, решили открыть свой бизнес и преуспели в этом. Бергштрассер не был обозначен в названии фирмы по взаимному согласию из-за определенной неблагозвучности фамилии, однако что касается дела, то его роль была исключительно значимой — он как бы осуществлял связь между аналитиком-практиком (Джонс) и, если так можно выразиться, системным интерпретатором (Доу), с одной стороны, и реальной практикой, с другой стороны.

Таким образом, все трое удачно дополняли друг друга: Бергштрассер информационно обеспечивал финансовых аналитиков и, с позиции практика-спекулянта, в определенном смысле мог организовать проверку высказывавшихся ими идей в отношении поведения участников фондовых рынков и динамики цен на них; Джонс делал текущий анализ ситуации, Доу обобщал результаты анализа, систематизировал их и теоретически обосновывал возможные тенденции.

То обстоятельство, что Доу фактически в большей степени был ученым-интерпретатором, нежели практиком-спекулянтом, и послужило одной из причин того, что в истории финансовой науки именно его имя называется первым в перечне имен основателей неоклассической теории финансов, а его систематизированные аналитические обзоры в дальнейшем получили название «теории Доу».⁹

Основная идея этой теории такова. Цены на фондовом рынке имеют в среднем определенную повышательную (или понижательную) тенденцию, которая продолжается до тех пор, пока сам рынок не даст сигнал о том, что эта тенденция меняется на противоположную. Основная сложность заключается в том, чтобы отделить временную флуктуацию от реального начала новой понижательной (или повышательной) тенденции. Дело в том, что, например, в фазе повышательной тенденции цены колеблются как в сторону увеличения, так и в сторону снижения. Поэтому основная задача финансового аналитика сводится к оценке текущих колебаний цен и идентификации того момента, когда очередное ценовое снижение (повышение) следует интерпретировать как смену тенденции с повышательной (понижательной) на понижательную (повышательную). В качестве примера Доу приводит человека, желающего узнать, когда прилив сменится отливом,

⁹ Год спустя после смерти Доу нью-йоркский издатель С. Нельсон (Samuel Nelson) опубликовал небольшую книгу, составленную из редакторских статей Доу и названную им «Азбука спекуляции». Здесь он и ввел термин «теория Доу», хотя сам Доу не претендовал на роль ученого-теоретика и никогда не квалифицировал свои заметки как теоретические разработки.

и для этого постоянно втыкающего кольшкы в песок по максимальной в данный момент времени волне. Когда очередные волны устойчиво не будут достигать последнего кольшкы, можно говорить о смене тенденции, т. е. о наступлении отлива. Иными словами, в предсказании изменений текущей цены акции можно и нужно пользоваться статистикой, необходимо лишь уметь отделять устойчивую тенденцию от искажений, вызываемых действием временных или случайных факторов.

Доу не дал конкретного количественного инструментария для подобной оценки; более того, его в большей степени привлекали систематический анализ и обобщение динамики цен, нежели их предсказание. Тем не менее аналитические обзоры Доу пользовались исключительной популярностью, а его последователи утверждали, что с помощью подобного анализа можно делать и прогнозные оценки.

Все же наиболее существенный вклад Доу в разработку теоретических аспектов финансовой науки связан с формулированием идеи индекса на рынке ценных бумаг, получившего в дальнейшем название индекса Доу-Джонса. Это была первая попытка конструирования некоего обобщающего индикатора фондового рынка, усредненной характеристики, отражающей происходящие на нем тенденции. Любопытно отметить, что с тех пор появились и другие индексы с более замысловатыми алгоритмами исчисления, однако до сих пор индекс Доу-Джонса остается наиболее авторитетным индикатором фондового рынка.

В 1882 г. Доу начал публиковать перечень компаний, чьи акции в наибольших объемах торговались на бирже. Уже тогда Доу не исключал возможности периодического изменения этого перечня, что предопределялось как неизбежными спадами/подъемами деятельности зарегистрированных на бирже компаний, так и ростом числа эмитентов и участников рынка (любопытно отметить в этой связи, что если в начале 80-х гг. XIX в. среднедневной объем торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже составлял около 250 тыс. акций, то тридцать лет спустя он превысил 100 млн акций).

Собственно индекс Доу-Джонса, построенный по данным текущего перечня наиболее торгуемых акций, впервые появился 3 июля 1884 г. в газете *Afternoon News Letter*; он характеризовал динамику цен закрытия акций одиннадцати компаний (девяти железнодорожных и двух промышленных). С 1886 г. индекс рассчитывался уже по двенадцати промышленным компаниям, в число которых вошли *American Cotton Oil*, *American Sugar*, *American Tobacco*, *Chicago Gas, Distilling and Cattle Feeding*, *General Electric*, *Laclede Gas*, *National Lead*, *North American*, *Tennessee Coal&Iron*, *US Leather (preferred)*, *US Rubber*. С 1928 г. и по настоящее время индекс Доу-Джонса рассчитывается по данным о динамике акций тридцати крупнейших компаний, и в этой связи любопытно отметить, что из вышеприведенного

первоначального перечня только General Electric продолжает входить в него. Одно из примечательных включений в список в последние годы — компания Microsoft, которая, будучи созданной всего лишь в 1975 г., постоянно отличалась наибольшей динамичностью в своем развитии и на момент включения в список (ноябрь 1999 г.) стала крупнейшей компанией в мире по капитализации рынка акций.

Резюмируя, можно утверждать, что Доу был убежденным сторонником ведения бизнеса на фондовом рынке и еще в 1882 г. высказал мысль о том, что этот рынок будет со временем наиболее спекулятивным и привлекательным для бизнесменов. Разработки Доу, не будучи формализованными, были чрезвычайно глубоки по своей сути и в дальнейшем использовались в различных направлениях. С одной стороны, предложенная и реализованная Доу практика систематического и тщательного анализа динамики цен дала начало формированию технократического подхода к оценке финансовых активов, оформившегося впоследствии в так называемый технический анализ. С другой стороны, неоднократно высказывавшаяся им и его последователями мысль о самодостаточности фондового рынка была в 1960-е гг. развита в теорию «хотьбы наугад», суть которой выражается гипотезой эффективности¹⁰ рынка.

Теория «хотьбы наугад». В 1900 г., т. е. два десятилетия спустя после высказанной Доу идеи о возможности прогнозирования поведения фондового рынка, молодой французский математик Л. Башелье (Louis Bachelier) завершил в Сорбонне свою докторскую диссертацию «*Теория спекуляции*»,

¹⁰ Напомним, что эффективным называется рынок, обладающий достаточным уровнем информационной насыщенности и доступности информации для его участников. Данный термин применяется в основном для характеристики финансовых рынков. Выделяют три формы эффективности рынка: слабую, умеренную и сильную. В условиях слабой формы эффективности текущие цены на акции полностью отражают динамику цен предшествующих периодов. При умеренной форме эффективности они выражают не только имевшиеся в прошлом изменения цен, но и всю равнодоступную участникам информацию. Сильная форма эффективности означает, что текущие цены отражают не только общедоступную информацию, но и сведения, доступ к которым ограничен. Наличие сильной формы эффективности практически недостижимо, да к этому и не стремятся, поскольку асимметрия в информационном обеспечении как раз и предопределяет само существование рынка: каждый активный участник рынка предполагает, что именно он владеет информацией (статистической, оперативной, расчетно-аналитической и др.), недоступной другим, а потому и предпринимает действия по купле/продаже финансовых активов. Обособление трех форм эффективности рынка капитала было предложено в 1967 г. исследователем из Чикагского университета Г. Робертсом (Harry Roberts) [Брейли, Майерс, 1997, с. 317]. Детальную проработку этой идеи позднее осуществил Ю. Фама.

в которой попытался с помощью математического аппарата дать объяснение поведению цен акций на французском фондовом рынке. В своей работе, увидевшей свет в 1900 г., Башелье пришел к мрачному выводу, что динамика цен на фондовой бирже никогда не будет точной наукой. Хотя Башелье, по сути, выступил оппонентом Доу, его заслуги в развитии теории финансов неоспоримы, поскольку именно ему принадлежит идея приложения стохастических моделей к анализу поведения цен на рынке капитала.

Башелье был «чистым» ученым, и свидетельств о том, использовал ли он на практике свои рекомендации, нет. Что касается научной значимости, то работа Башелье была исключительно новаторской, поскольку в ней он не только реализовал идею приложения стохастических процессов к анализу поведения цен на рынке капитала (позднее статистическая теория броуновского движения и теория флуктуаций были развиты А. Эйнштейном), но и сделал попытку теоретического обоснования оценки таких финансовых инструментов, как опционы и фьючерсы [Bernstein, 1992, p. 18]. Любопытно, что все это делалось французским ученым лишь с одной целью — объяснить, почему цены на рынках капитала не поддаются обоснованному прогнозированию, а его вывод был поистине безжалостным и, в известном смысле, пессимистичным: «...Текущая флуктуация (т. е. изменение цен на фондовой бирже. — В. К.) есть функция, но она определяется не только флуктуациями, имевшими место ранее, но также и текущим состоянием рынка. Эти флуктуации зависят от бесчисленного числа факторов, а потому попытка их математического прогнозирования бесполезна... Динамика (цен. — В. К.) на фондовой бирже никогда не будет точной наукой» (цит. по: [Bernstein, 1992, p. 19]). Несмотря на столь мрачный вывод, Башелье вместе с тем поставил перед собой весьма амбициозную цель — предложить формулу, выражающую вероятность появления рыночных флуктуаций.

Исследование Башелье значительно обогнало свое время — лишь в 1950-х гг. идеи француза были развиты в работах выдающегося статистика М. Кендалла (Maurice Kendall). Отчасти этим объясняется тот факт, что оно осталось практически незамеченным, равно как и сам ученый не стал знаменитым и лишь с трудом сумел устроиться на работу в университет провинциального Безансона. Более того, собственное отношение исследователя к полученным результатам было неочевидным: Башелье рассматривал свои модели не с позиции их практического приложения, а как иллюстрацию, поскольку финансовые рынки, по его мнению, давали богатейший статистический материал для занятий со студентами, специализировавшимися в области теории вероятностей и математической статистики. Иными словами, осознанно или нет, но французский ученый стоял у истоков направления, оформившегося впоследствии в теорию «ходьбы наугад». Тем

не менее шесть десятилетий спустя модели Башелье оказались востребованными практиками.

В 1954 г. Дж. Сэвидж (Jimmie Savage), математик из университета Чикаго, случайно обнаружил в университетской библиотеке небольшую книжку Башелье о спекуляциях и инвестициях, изданную в 1914 г. Ее содержание настолько поразило ученого, что он начал наводить справки о «неизвестном» Башелье среди своих коллег; оказалось, что никто из них ничего не слышал о французе и его работах. Заинтригованный рассказом Сэвиджа, П. Самуэльсон (Paul Samuelson, род. 1915) также подключился к розыскам. В то время он работал в известной кузнице научных кадров — Массачусетском технологическом институте; в библиотеке этого института ему удалось обнаружить копию диссертации Башелье. Мнение Самуэльсона о работе также было весьма высоким: «Кажется, Башелье мыслил односторонне, но каков „бок“!» С легкой руки Самуэльсона весьма приглянувшийся ему термин «спекуляция» прочно вошел в число базовых терминов теории финансов [Bernstein, 1992, p. 23].

Фундаменталистский подход. После смерти Доу и забвения разработок Башелье в первой четверти XX в. теоретические исследования по фондовому рынку практически не проводились, хотя французом, в отличие от Доу, уже был дан определенный научный инструментарий.

Казалось, научный мир и практики много потеряли в связи с тем, что своевременно не обратили внимания на идеи Башелье. Однако, по мнению П. Бернштейна, даже если бы работы французского ученого получили признание в научной среде в момент их опубликования, вряд ли они использовались бы практиками. Одна из причин состояла в том, что в те годы люди, реально контролировавшие финансы, практически не обращали внимания на рынки капитала; именно такая ситуация была характерна, например, для США.

Обстановка изменилась кардинальным образом после знаменитого кризиса в конце 20-х — начале 30-х гг. XX в., вошедшего в историю как «Великая депрессия». В числе жертв кризиса оказалось семейство Коулзов. А. Коулз (Alfred Cowles, 1891–1985) после окончания Йельского университета начал работать репортером, но вскорости заболел туберкулезом и был направлен на лечение в известное курортное местечко Колорадо-Спрингс, где и провел около десяти лет.

Семейство Коулзов было весьма состоятельным — глава семьи владел значительным пакетом акций и одновременно входил в число топ-менеджеров крупной компании. Не желая терять время попусту, Альфред решил помогать своему отцу в вопросах управления финансами. Он выписал множество специализированных журналов, однако спустя некоторое время пришел к выводу, что их противоречивыми рекомендациями вряд ли можно пользоваться. Имея целью отобрать одно издание, рекомендациям кото-

рого в отношении рынков капитала можно было бы следовать, он в течение четырех лет анализировал и систематизировал данные из более чем двух десятков журналов и файлов. Это были годы, когда фондовый рынок в США испытал наибольший бум и жуткое падение, причем для подавляющего числа аналитиков катастрофа на финансовом рынке оказалась полной неожиданностью.

Пытаясь найти ответ на вопрос о том, можно ли прогнозировать цены на фондовом рынке и если да, то каким образом, и ощущая недостаток знаний в этой области, Коулз обратился за помощью к своему другу биохимику Ч. Бойсвейну (Charles Boissevain), который был пациентом пансионата и одновременно возглавлял в нем исследовательский отдел по проблемам туберкулеза. Бойсвейн познакомил Коулза с Г. Дэвисом (Harold Davis), профессором математики в Университете Индианы, с которым Коулз обсудил возможность и сделал с помощью машины Холлерита (одна из первых моделей концерна IBM) пробные прогнозные расчеты на основе множественного уравнения регрессии. Кроме того, Дэвис порекомендовал Коулзу обратиться в Эконометрическое общество, намекнув на то обстоятельство, что общество испытывает финансовые затруднения и не может найти денег на публикацию результатов своих исследований.¹¹

Коулз немедленно связался с президентом Общества известным профессором И. Фишером (Irving Fisher, 1867–1947) и предложил профинансировать публикацию журнала Общества. После непродолжительных переговоров стороны пришли к обоюдному согласию; более того, в 1932 г. Коулз основал и профинансировал деятельность так называемой *Комиссии Коулза по исследованиям в экономике*. В эту Комиссию вошли многие члены Эконометрического общества, а поставленная Коулзом перед Комиссией цель как раз и состояла в том, чтобы разработать теоретические рекомендации в отношении финансовых рынков. Коулз был не только замечательным организатором, выражаясь по-современному — менеджером, но и дельным ученым — он систематизировал и обобщил многолетние данные специализированных агентств о прогнозах цен на рынке капитала и их рекомендации в отношении управления финансовыми инвестициями и опубликовал по результатам своего исследования ряд статей.

¹¹ Эконометрическое общество (Econometric Society) было создано в 1929 г. Его первый президент — Й. Шумпетер (Joseph Schumpeter, 1883–1950); И. Фишер также был президентом этого общества, воспитавшего плеяду выдающихся ученых, многие из которых в дальнейшем были награждены Нобелевской премией: Дж. Тобин (James Tobin, 1918–2002), Г. Марковиц (Harry Markowitz, род. 1927) и др. С 1933 г. Общество выпускает знаменитый журнал «Эконометрика» (Econometrica), в первых выпусках которого были опубликованы и статьи Коулза по проблемам прогнозирования на фондовом рынке.

Первые разработки в области теории оценивания на фондовом рынке в рамках фундаменталистского подхода связывают с именем выпускника Гарвардского университета Дж. Уильямса (John Williams)¹², который в своей докторской диссертации, написанной в 1937 г., предложил в качестве одного из инструментов для работы на рынке ценных бумаг модель оценки финансовых активов¹³, построенную на дисконтировании дивидендов, выплачиваемых в денежной форме:

$$V_t = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{D_k}{(1+r)^k},$$

где V_t — теоретическая (внутренняя) стоимость обыкновенной акции; D_k — выплаченный дивиденд в k -м периоде; r — коэффициент дисконтирования.

Какой же подход из вышеприведенных предпочесть, имеет ли хоть один из них ощутимые преимущества перед другими? На эти вопросы вряд ли возможны беспелляционные и однозначные ответы. Безусловно, гораздо приятнее работать в условиях определенности, предсказуемости, возможности применения формализованных моделей. Однако любой здравомыслящий финансовый аналитик понимает всю условность и ирреальность подобных ожиданий. В любом случае, каким бы ни был задействованный аналитический инструментарий для обоснования действий на финансовом рынке, возможно, решающее значение имеет фактор субъективности. Поэтому, применяя формализованные методы оценки финансовых активов и инструментов, нужно всегда иметь в виду справедливое за-

¹² См.: [Van Horne, Wachowicz, 1992, p. 81].

¹³ Заметим, что собственно идея дисконтирования не является изобретением Уильямса. Таблицы сложных процентов были впервые разработаны и опубликованы математиками Я. Тренченом (Jan Trenchant) и С. Стевином (Simon Stevin, 1548–1620) соответственно в 1558 и 1582 гг., причем именно Стевин как раз и высказал мысль о возможности использования чистой дисконтированной стоимости для оценки финансовых инвестиций [The History of Accounting, 1996, p. 208]. Однако лишь в конце XIX в. она получила активное развитие в трудах экономистов. Так, в 1887 г. американский инженер А. Веллингтон (A. Wellington) опубликовал работу «Экономическая теория размещения железных дорог», в которой предложил подход к обоснованию целесообразности строительства новой дороги на основе сопоставления дисконтированных значений прогнозных притоков и оттоков денежных средств. В 1891 г. английский бухгалтер Ф. Мор (Francis More) впервые предложил оценивать гудвилл, исходя из генерируемых им дополнительных доходов [Kam, 1990, p. 401–403]. Идея дисконтирования активно использовалась А. Маршаллом) и И. Фишером при изложении логики и техники бюджетирования капиталовложений и оценки инвестиционных альтернатив.

мечание одного из виднейших специалистов по теории финансов Ю. Фамы (Eugene Fama, род. 1939): «Будущее значение уровня цен или курса ценных бумаг не более предсказуемо, чем последовательность значений в ряду случайных чисел» (цит. по: [Вэйтилингэм, 1999, с. 132]). Тем не менее любому рынку присущи отдельные закономерности, имеющие в известном смысле и программируемую природу (подразумевается, что участники рынка принимают некие общие правила поведения, понимая, что разбойное поведение может в конце концов ударить по каждому). Этим как раз и объясняется возможность ориентации не только на интуицию, но и на тенденции, описываемые формальными моделями. С позиции теории эти модели, безусловно, правильны в рамках определенных ограничений и допущений, однако их ценность состоит не столько в практическом применении на финансовых рынках, сколько в демонстрации логики ценообразования на них.

ДАЛЬНЕЙШИЕ ИССЛЕДОВАНИЯ В ОБЛАСТИ НЕОКЛАССИЧЕСКОЙ ТЕОРИИ ФИНАНСОВ

Мы рассмотрели подходы к оценке индивидуального финансового актива. На практике ситуация гораздо сложнее: поскольку на рынке обращается множество финансовых активов, постольку существенно большую значимость приобретает умение работать с их комбинацией, т. е. с так называемым инвестиционным портфелем. Решающий вклад в развитие соответствующей методологии и техники был сделан Г. Марковицем, разработавшим в начале 1950-х гг. основы теории портфеля. К моменту выхода в свет первой статьи Марковица в 1946 г. еще не забылся кризис периода Великой депрессии, интерес к операциям на фондовом рынке был весьма низок, лишь незначительная часть населения США проявляла хотя бы минимальный интерес к инвестициям в акционерный капитал, т. е. владела акциями компаний¹⁴, несколько громких судебных процессов прошло над рядом крупных представителей фондовых бирж — иными словами, атмосфера в отношении финансовых рынков была не очень благоприятной. Практически не велись и теоретические разработки по фондовому рынку. Хотя уже в течение нескольких лет в США издавался журнал «Финансы» (Journal of Finance впервые вышел в 1945 г.), лишь считанное число статей было посвящено операциям на фондовом рынке — тематика в основном

¹⁴ Кардинальное изменение интереса простых граждан США к финансовым инвестициям произошло во второй половине XX в., причем динамика была исключительно высокой. Если в 1940 г. в США было около 4 млн акционеров, то в 1962 г. их число превысило 17 млн [Wolk, Francis, Tearney, 1992, p. 54]. Заметим, что в настоящее время более 50% американцев владеют акциями главным образом через паевые и пенсионные фонды (см.: [Даймато, 2002]).

охватывала проблемы макроэкономического характера (роль Федеральной резервной системы, денежная политика и цены, налоги и др.). Кроме того, подавляющее большинство статей носило дескриптивный характер, применение математического аппарата имело эпизодический характер.

Работы Марковица дали новый импульс развитию финансовой науки — недаром П. Бернштейн назвал первую его статью объемом в 14 страниц как «четырнадцать страниц к славе» [Bernstein, 1992, p. 41]. Эта статья принципиально отличалась от предыдущих публикаций. Во-первых, она была посвящена непосредственно фондовому рынку. Во-вторых, Марковиц отказался от работы с индивидуальным финансовым активом и сосредоточил свое внимание на методологии формирования и технике управления портфелем финансовых инвестиций, что само по себе представляло принципиально новую задачу. В-третьих, в работе исследовались поведенческие аспекты: что делать и как выбирать? В-четвертых, работа отличалась достаточно высоким уровнем математизации, необычным для статей того времени: из 14 страниц лишь четыре были чисто дескриптивными и не содержали графиков и формул.

В этой и последующих работах Марковица, по сути, была изложена методология принятия решений в области инвестирования в финансовые активы и предложен соответствующий научный инструментарий. Таким образом, Марковиц заложил основы теории функционирования финансового рынка, квантификации риска на фондовом рынке, сформулировал логику финансирования крупных компаний.

Представленные идеи, равно как и математический аппарат, носили в значительной степени теоретический характер, однако главная проблема состояла в том, что для реализации предложенной Марковицем техники формирования оптимального портфеля необходимы были хотя и однотипные, но множественные расчеты в ходе перебора различных комбинаций торгуемых на рынке финансовых активов. При этом требовалось не только оценить ожидаемую доходность каждой акции, но и рассчитать парные ковариации доходностей различных комбинаций. Компьютеры в те годы были малопроизводительными, а потому любая оптимизационная задача оказывалась исключительно дорогостоящей.

Поэтому настоящим прорывом в области управления финансовыми инвестициями стал предложенный в 1963 г. У. Шарпом (William Sharpe, род. 1934) упрощенный и более практичный вариант математического аппарата, получивший название *однофакторной модели*. Суть идеи Шарпа заключалась в формулировании и обосновании утверждения о том, что доходность любого финансового актива, обращающегося на фондовом рынке, тесно коррелирует с некоторым фактором, присущим данному рынку и являющимся одной из ключевых его характеристик. По мнению Шарпа, в каче-

стве такого фактора мог бы выступать, например, уровень цен на рынке, валовый национальный продукт, некий индекс цен и т. д.; главное, чтобы при обособлении этого фактора действительно можно было утверждать, что он в значительной степени предопределяет значение ожидаемой доходности любого актива, торгуемого на данном рынке [Sharpe, 1963]. Предложенная Шарпом техника уже позволяла эффективно управлять крупными портфелями, включающими сотни финансовых активов.¹⁵

Исследования в этом направлении проводили также Дж. Трейнор (J. Traynor, род. 1930), Дж. Линтнер (John Lintner), Я. Моссин (Jan Mossin), Ф. Блэк (Fischer Black) и другие ученые. В результате была разработана модель ценообразования на рынке финансовых активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM), объясняющая, в частности, поведение доходности любой ценной бумаги, обращающейся на рынке:

$$k_e = k_{rf} + \beta \times (k_m - k_{rf}).$$

Приведенная модель описывает зависимость между ожидаемой доходностью ценной бумаги k_e , целесообразность операции с которой анализируется, безрисковой доходностью k_{rf} под чем понимают доходность государственных ценных бумаг, и средней рыночной доходностью k_m . Ключевым в модели является коэффициент β , характеризующий предельный вклад данной акции в риск рыночного портфеля, состоящего из инвестиций во все котируемые на рынке ценные бумаги, причем пропорция вложения в конкретную бумагу равна ее доле в общей капитализации рынка. В среднем для рынка $\beta = 1$; для ценной бумаги, более рискованной по сравнению с рынком, $\beta > 1$; для ценной бумаги, менее рискованной по сравнению с рынком, $\beta < 1$; $\beta = 0$ означает, что соответствующая ценная бумага не коррелирует со «среднерыночной акцией». Значение β -коэффициента рассчитывается по данным о вариации доходности данной ценной бумаги.

Наиболее наглядное толкование модели CAPM можно дать, представив ее несколько в ином виде:

$$k_e - k_{rf} = \beta \times (k_m - k_{rf}).$$

Очевидно, что разность $(k_m - k_{rf})$ представляет собой рыночную премию за риск вложения средств не в безрисковые, а в рыночные активы¹⁶; разность $(k_e - k_{rf})$ — это ожидаемая премия за риск вложения в данную

¹⁵ В 1990 г. Г. Марковиц, М. Миллер и У. Шарп были награждены Нобелевской премией за работы по теории финансовой экономики.

¹⁶ Смысл премии заключается в том, что инвестор стоит перед выбором: а) вложить свои средства в государственные ценные бумаги, которые обещают хоть

ценную бумагу; два этих показателя связаны прямо пропорциональной зависимостью через бета-коэффициент: $(k_e - k_{rf}) = \beta \times (k_m - k_{rf})$. Чем выше значение β , т. е. чем рисковее данная ценная бумага, тем более высокая премия требуется по данному активу.

Как известно, на основе прогнозной доходности и данных об ожидаемых доходах, генерируемых некоторой ценной бумагой, можно рассчитать ее теоретическую стоимость; кроме того, эти прогнозные оценки определяют и общую динамику цен на рынке, поведение его участников — вот почему модель САРМ называют моделью ценообразования на рынке финансовых активов. Известны различные представления САРМ: в терминах доходности (что наиболее распространено) и в терминах стоимостных оценок (подробнее см., напр.: [Крушвиц, 2000]).

Разработки Марковица, Шарпа и других ученых позволяли оптимизировать один из двух типовых процессов — инвестирование, — предусматривающий ответ на вопрос о том, куда вложить денежные средства. Что касается проблемы оптимизации второго типового процесса — финансирования (ответ на вопрос: откуда взять требуемые ресурсы?), то вполне естественно, что и она не могла остаться без внимания. Начало интенсивных исследований в этом направлении связывают с именем Д. Дюрана (David Durand), опубликовавшим в 1952 г. пионерную статью по теории структуры капитала и цены источников финансирования [Durand, 1952]. Тем не менее общепризнанно, что основной вклад по данному разделу был сделан будущими лауреатами Нобелевской премии Ф. Модильяни (Franco Modigliani, род. 1918) и М. Миллером (Merton Miller, род. 1923), которые в 1958 г. опубликовали знаковую статью, заложившую основы *теории структуры и стоимости капитала* [Modigliani, Miller, 1958]. Поскольку их теория базировалась на целом ряде предпосылок, носящих ограничительный характер, дальнейшие исследования в этой области были посвящены изучению возможностей ослабления этих ограничений. Кроме того, анализировались возможности применения различных моделей, в частности САРМ, для расчета стоимости капитала различных источников.

Дальнейшее развитие неоклассической теории финансов получила в исследованиях, посвященных ценообразованию на финансовых рынках,

и небольшой доход, но зато и этот доход, и собственно инвестированную в активы сумму можно будет наверняка получить; б) вложиться в рыночные ценные бумаги, которые рисковы сами по себе, поскольку никто не гарантирует возврата вложенных в них средств. Инвестор выберет вариант б) лишь в том случае, если ему предложат дополнительное вознаграждение в виде надбавки к доходности, предлагаемой по безрисковым ценным бумагам. Этим объясняется тот факт, что k_m всегда больше k_{rf} , иначе никто не будет покупать корпоративные ценные бумаги.

разработке концепции эффективности рынка капитала, созданию моделей оценки риска и доходности и их эмпирическому подтверждению, разработке новых финансовых инструментов и т. п.

Модель САРМ до сих пор остается одним из самых весомых научных достижений в теории финансов. Тем не менее она постоянно подвергалась определенной критике, поэтому позднее были разработаны несколько подходов, альтернативных модели САРМ, в частности это теория арбитражного ценообразования, теория ценообразования опционов и теория предпочтений состояний в условиях неопределенности.

Наибольшую известность получила *теория арбитражного ценообразования*. Ее концепция была предложена в 1976 г. известным специалистом в области финансов С. Россом (Stephen Ross). В основу модели заложено естественное утверждение о том, что фактическая доходность любой акции складывается из двух частей: нормальной, или ожидаемой, доходности и рискованной, или неопределенной, доходности. Последний компонент обуславливается многими экономическими факторами, например: рыночной ситуацией в стране, оцениваемой валовым внутренним продуктом, стабильностью мировой экономики, инфляцией, динамикой процентных ставок и др.

Две другие альтернативы модели САРМ — *теория ценообразования опционов* и *теория предпочтений ситуаций во времени* — по тем или иным причинам еще не получили достаточного развития и находятся в стадии становления. В частности, в отношении последней можно упомянуть, что ее изложение носит весьма теоретизированный характер и, например, подразумевает необходимость получения достаточно точных оценок будущих состояний рынка. Зарождение теории ценообразования опционов связывают с именами Ф. Блэка, М. Скоулза (Myron Scholes) и Р. Мертона (Robert Merton), а теории предпочтений — с именем Дж. Хиршлифера (Jack Hirshliefer).¹⁷

Проблема взаимосвязи цены финансовых активов и информации, циркулирующей на рынке капитала, исследовалась начиная с конца 1950-х гг. Однако первые детальные проработки этой темы были сделаны лишь спустя десятилетие Г. Робертсом, а рубежной считается статья Ю. Фамы, в которой обсуждается выделение трех форм эффективности рынка капитала — сильной, умеренной и слабой [Fama, 1970]. Последующие разработки в этой об-

¹⁷ Нобелевская премия в области экономических наук за 1997 г. была присуждена Р. Мертоу и П. Скоулзу «за разработку совершенно нового метода определения стоимости опционов акций». Блэк не вошел в число лауреатов, поскольку скончался за несколько лет до присуждения премии (как известно, Нобелевская премия присуждается лишь здравствующим ученым).

ласти в основном не затрагивали теоретических аспектов предложенной классификации, а лишь касались эмпирического ее подтверждения.

Из всех упомянутых новаций два направления — *теория портфеля* и *теория структуры капитала* — по сути, и представляют собой сердцевину науки и техники управления финансами крупной компании, поскольку позволяют ответить на два принципиально важных вопроса: откуда взять и куда вложить финансовые ресурсы? Вероятно, не случайно 1958 г., когда была опубликована работа Модильяни и Миллера, рассматривается известными специалистами в области теории финансов и финансового менеджмента Т. Коуплэндом (Thomas Copeland) и Дж. Уэстоном (J. Fred Weston) как рубежный, начиная с которого от прикладной микроэкономики отпочковалось самостоятельное направление, известное ныне как *современная теория финансов* (другое весьма распространенное название данного направления — *неоклассическая теория финансов*) [Copeland, Weston, 1988, p. iii].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Собственно неоклассическая теория финансов делает акцент на рынок капитала, разрабатывает понятийный аппарат и инструментарий именно в привязке к этому рынку. Безусловно, знание теоретических основ управления финансами необходимо, однако не меньшую значимость имеет и прикладной аспект. Именно последнее обстоятельство и послужило причиной становления в 1960-е гг. финансового менеджмента, который довольно быстро оформился как самостоятельное научное и практическое направление, сформировавшееся на стыке трех наук: современная, или неоклассическая, теория финансов, бухгалтерский учет и общая теория управления. Значительный вклад в популяризацию финансового менеджмента внесли представители англо-американской школы — Т. Коуплэнд, Дж. Уэстон, Р. Брейли, С. Майерс, С. Росс, Ю. Бригхем и др. (см.: [Бригхем, Гапенски, 1997]). Одним из лучших пособий по финансовому менеджменту вплоть до настоящего времени является опубликованная в 1962 г. и позднее многократно переизданная работа Уэстона и Коуплэнда [Weston, Copeland, 1992]. Краткое описание эволюции финансового менеджмента в общемировом контексте можно найти в книге [Ковалев, 1999]; специфика развития отдельных разделов анализа и управления финансами в России изложена в работах [Ковалев, Ковалев Вит., 2002; 2004; Ковалев, Уланов, 2002].

Литература

- Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 1997.
- Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2 т. / Пер. с англ.; Под ред. В. В. Ковалева. СПб.: Экономическая школа, 1997.

- Вэйтилингэм Р.* Руководство по использованию финансовой информации Financial Times. М.: Финансы и статистика, 1999.
- Гальперин В. М., Гребенников П. И., Леусский А. И., Тарасевич Л. С.* Макроэкономика: Учебник / Под общ. ред. Л. С. Тарасевича. 2-е изд., перераб. и доп. СПб.: СПбГУЭФ, 1997.
- Даймато К.* Не вкладывайте в акции // Ведомости. 2002. № 115 (678). 5 июля.
- Инвестиции: Учебник* / Под ред. В. В. Ковалева, В. В. Иванова, В. А. Лялина. М.: Проспект, 2003.
- Ковалев В. В.* Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1999.
- Ковалев В. В.* Финансовая наука в исторической ретроспективе // Вестн. С.-Петерб. ун-та. 2001а. Сер. Экономика. Вып. 1. С. 67–81.
- Ковалев В. В.* Финансовый анализ: методы и процедуры. М.: Финансы и статистика, 2001б.
- Ковалев В. В.* Из истории российской финансовой науки // Вклад Академии наук в познание России. Материалы Международного симпозиума 18 июня 2001 г. СПб.: Санкт-Петербургский научный центр РАН, 2002.
- Ковалев В. В.* Финансовый учет и анализ: концептуальные основы. М.: Финансы и статистика, 2004.
- Ковалев В. В., Ковалев Вит. В.* Финансы предприятий: Учеб. пособие. М.: Проспект, 2002.
- Ковалев В. В., Ковалев Вит. В.* Финансовая отчетность и ее анализ (основы балансоведения). М.: Проспект, 2004.
- Ковалев В. В., Уланов В. А.* Курс финансовых вычислений. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2002.
- Косса Л.* Основы финансовой науки. М.: Книжное дело, 1900.
- Крушвиц Л.* Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов / Пер. с нем.; Под общей ред. В. В. Ковалева, З. А. Сабова. СПб.: Питер, 2000.
- Лебедев В. А.* Финансовое право: Лекции. Т. 1. Вып. 2. СПб.: Типо-Литография А. М. Вольфа, 1882.
- Международные стандарты финансовой отчетности.* М.: Аскери, 1999.
- Нитти Ф.* Основные начала финансовой науки. М.: М. и С. Сабашниковы, 1904.
- Рау К. Г.* Основные начала финансовой науки. В 2 т. / Пер. с нем. СПб.: Майков, 1867–1868.
- Шумпетер Й. А.* История экономического анализа: В 3 т. / Пер. с англ.; Под ред. В. С. Автономова. СПб.: Экономическая школа, 2001.
- Bernstein P.* Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street. The Free Press: N. Y., 1992.
- Copeland T. E., Weston J. F.* Financial Theory and Corporate Policy. 3rd ed. Addison-Wesley, 1988.
- Durand D.* Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement // Conference on Research in Business Finance. National Bureau of Economic Research: N. Y., 1952.
- Fama E. F.* Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work // Journal of Finance. 1970. Vol. 25. May. N 2. P. 383–417.

- Kam V.* Accounting Theory. 2nd ed. John Wiley & Sons, Inc.: N. Y., 1990.
- Modigliani F., Miller M. H.* The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment // American Economic Review. 1958. Vol. 48. June. N 3. P. 261–297.
- Sharpe W. F.* A Simplified Model for Portfolio Analysis // Management Science. 1963. Vol. 9. January. N 2. P. 277–293.
- The History of Accounting: An International Encyclopedia* / Eds. M. Chatfield, R. Van-germeersch. Garland Publishing, Inc.: N. Y., 1996.
- Van Horne J. C., Wachowicz J. M.* Fundamentals of Financial Management. 8th ed. Prentice Hall, Inc.: Englewood Cliffs, NJ, 1992.
- Weston J. F., Copeland T. E.* Managerial Finance. 9th ed. Holt, Dryden Press: Forth Worth, TX, 1992.
- Wolk H., Francis J., Tearney M.* Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach. 3rd ed. South-Western Publishing Co.: Cincinnati, OH, 1992.

Статья поступила в редакцию 24 ноября 2004 г.