

**М. С. Клапкин,**  
кандидат экономических наук,  
Тернопольский институт  
народного хозяйства

## Лауреаты Нобелевской премии по экономике

Следуя ежегодной традиции, начало которой положено в 1969 г., Шведская Королевская Академия наук в очередной раз присудила Нобелевскую премию по экономике за 1990 г. — наиболее престижную награду за оригинальные научные достижения. Как не раз уже случалось, лауреатами стали американские ученые — Гарри Маркович, Вильям Шарпе и Мертон Миллер. Однако читателям нашего журнала интереснее другое обстоятельство, а именно то, что впервые столь высокой чести удостоились представители финансовой науки. Их главные труды посвящены проблемам теории финансового рынка, а также вопросам организации финансов предприятий, активно участвующих в процессе обращения ценных бумаг. Предметом оценки стала совокупность научных трудов, подготовленных этими авторами на протяжении нескольких последних десятилетий. Признание их ценности на столь высоком уровне свидетельствует о возрастании актуальности данных проблем мировой экономики. Конечно же, эти вопросы, ввиду отсутствия в нашей стране развитого финансового рынка, не занимали глубоко советскую науку, а поэтому имена лауреатов не были достаточно известны нашей научной общественности. Их работы отражают сравнительно узкое научное направление и не имеют такого выраженного идеологического значения, как работы некоторых их предшественников, например Фридриха фон Гаека или Милтона Фридмана. И все же отдельные сведения об их роли в развитии современной экономической мысли Запада представлены в некоторых изданиях, в частности в книге Л. Харриса «Денежная теория», ставшей доступной широким кругам советских читателей благодаря ее переизданию на русском языке в 1990 г.

Известно, что организация финансового рынка значительно расширяет возможности его потенциальных участников в области выгодного вложения средств путем приобретения ценных бумаг. Однако ценные бумаги, особенно акции, заведомо отличаются не только уровнем ожидаемого дохода, но и степенью риска, поэтому часть этих ожиданий явно не реализуется. Возникает это потому, что доходы от акций в основном имеют резидуальный характер — выплачиваются, если предприятие получит достаточную прибыль. При этом, как правило, наблюдается следующая зависимость: чем выше ожидаемый доход от акций, тем ниже и достоверность его получения, а следовательно, выше и степень риска инвестора. Сформировавшиеся в этой связи нормы поведения участников финансового рынка предписывали им действия, направленные прежде всего на максимализацию будущих доходов с учетом возможного уровня дивиденда по приобретаемым ценным бумагам. В основе этих действий лежит так называемый фундаментальный подход, заключающийся в детальном анализе хозяйственной деятельности и финансовых результатов предприятия, акции которого инвестор намерен приобрести. Формой учета степени риска, несомненно сопутствующего этим действиям, выступает соответствующая дифференциация дисконтных ставок по отдельным акциям. В 1952 г. Гарри Маркович опубликовал работу, в которой подверг сомнению правильность традиционной теории, определяющей мотивы поведения участников финансового рынка только с позиции максимализации будущих доходов. По его мнению, она не объясняла, почему же в действительности инвесторы стараются приобретать ценные бумаги разных экономических параметров, в результате чего ими достигалась диверсификация собственных финансовых инвестиций.

Ответы на эти и другие вопросы теории финансового рынка Гарри Маркович сформулировал на основе созданной им теории выбора рационального портфеля инвестиций, которая спустя сорок лет своего существования не потеряла привлекательности и практической значимости. Подсказанная данной теорией модель поведения участников финансового рынка предполагает, что, принимая решения в отношении ценных бумаг, они руководствуются двумя па-

рамстрами: уровнем ожидаемого дохода и степенью его неопределенности (риском). При этом Маркович показал, что риск финансовой инвестиции можно определить количественно, т. е. рассчитать его. Показателем риска предложена величина отклонения ожидаемой стоимости случайной переменной (дивиденды) от ее среднего уровня — вариация и стандартное отклонение. Далее инвестор путем сопоставления расчетных уровней дивиденды и риска формирует их оптимальное соотношение из разных видов ценных бумаг, составляющих его портфель. Маркович предложил сложную процедуру составления таких оптимальных пакетов ценных бумаг, называемых «эффективными портфелями». Эффективность портфеля означает, что только при таком, а не ином составе и структуре совокупности ценных бумаг инвестор достигает данного уровня дохода при минимальном риске или же только данный уровень риска обеспечивает инвестору наивысший доход. Следовательно, смысл поиска наиболее эффективной структуры портфеля состоит в том, чтобы минимизировать величину риска, приходящегося на единицу получаемого дохода от акций, составляющих пакет.

Заслуга Гарри Марковича в том, что он количественно охарактеризовал концепцию диверсификации портфеля ценных бумаг, сделав ее тем самым применимой на практике. Он установил, что осуществление необходимой диверсификации должно строиться с учетом тесноты корреляции между риском и доходами по разным акциям данного портфеля, т. е. от ковариации между процентными ставками по ним. Тезис: определенный вид ценных бумаг должен быть представлен в портфеле тем полнее, чем меньше колебания его курса совпадают с общим трендом (тенденцией) акций, входящих в портфель. Такого характера диверсификация портфеля ценных бумаг значительно повышает его финансовую устойчивость. В литературе отмечается, что сегодня уже нельзя представить себе профессионального управления портфелем ценных бумаг без диверсификации Марковича, которая содержит значительно больший смысл, чем известное правило, что «не следует класть все яйца в одну корзину».

Много положений, содержащихся в теории Гарри Марковича, было развито и дополнено в работах его ученика Вильяма Шарпе. Еще в середине шестидесятых годов он заложил теоретические основы модели равновесия рынка ценных бумаг, которая в литературе известна как «стандартная модель цен рынка капиталов» (САРМ) — наиболее популярная в настоящее время концепция теоретического объяснения зависимости между курсами ценных бумаг на рынке. В своих теоретических рассуждениях над выводами Марковича он вводит дополнительное условие, что на реальном рынке ценных бумаг существует во всяком случае один их вид, без риска приносящий инвестору заранее известный уровень дохода, например государственные облигации. В этой ситуации есть возможность сконструировать только один эффективный портфель, с точки зрения оптимального соотношения его дохода, риска и структуры. Следовательно, инвестор, стремящийся к максимализации дохода и минимализации риска, будет стараться формировать портфель, идентичный по структуре эффективному, называемому «портфель рынка». Этот процесс будет продолжаться до тех пор, пока все инвесторы не достигнут идеальной структуры своих портфелей, а рынок ценных бумаг — равновесия. В течение этого периода цены одних акций будут расти, а других — падать, что в свою очередь повлияет на изменение ожидаемого отдельными инвесторами уровня дохода, а также на соотношение между доходностью акций и риском ее достижения.

Следующим элементом в теории Шарпе является определение зависимости между ожидаемой доходностью и риском отдельных акций, входящих в пакет. Для этого он ввел условное деление риска на две части: риск систематический и риск специфический. Первый выступает как следствие неблагоприятных общеэкономических условий, второй возникает в результате воздействия случайных факторов только в отношении отдельных предприятий. Этот вид риска при большом массиве акций в пакете, по мнению Шарпа, можно существенно ограничить. Риск же систематический не поддается радикальной редукции на уровне политики отдельных предприятий. В этой связи одно из основных положений САРМ гласит, что в условиях равновесия финансового рынка могут формироваться рациональные взаимозависимости только между ожидаемым

уровнем доходности и систематическим риском отдельных акций, поскольку благодаря применению эффективной диверсификации портфеля акций специфический риск можно существенно минимизировать и даже исключить.

Третий из лауреатов, Мертон Миллер, на протяжении многих лет занимается проблемами организации финансов предприятий в их связи с рынком ценных бумаг. В своих работах он, в частности, поднял и решил две тесно между собой связанные проблемы. Эти проблемы, имеющие важное значение для современной финансовой науки и практики, касаются определения характера зависимостей между актуальной стоимостью предприятия, с одной стороны, и структурой капитала (структурой источников финансирования предприятий), а также политикой распределения прибыли предприятия (политикой дивидендов) — с другой. В результате он доказал, что стоимость предприятия не зависит от структуры его капитала, а определяется главным образом его способностью к генерированию будущих доходов. Этот тезис лег в основу предпочитаемых в настоящее время методов оценки активов предприятий и установления курсов его акций на финансовом рынке.

Решение второй проблемы изменило традиционные взгляды в отношении формирования политики дивидендов. Известно, что получаемая прибыль может быть направлена либо на инвестиции, либо на выплату дивиденда акционерам. При этом уровень их выплаты обычно считался главным фактором, определяющим цену предприятия и его акций. Однако, опираясь на свои наблюдения, Мертон Миллер пришел к выводу, что политика распределения прибыли не является определяющей стоимостью предприятия. Как и в первом случае, определяющим фактором при этом является общее финансовое состояние предприятия, его способность приносить доход в будущем. В действительности, по мнению М. Миллера, акционеры не придают решающего значения характеру распределения прибыли, ибо в случае ограничения части прибыли, выплачиваемой в качестве дивиденда, и увеличения доли, направляемой на инвестиции, акционеры получают одинаковую выгоду, только теперь в виде капитализированной прибыли, которая выражается в повышении курсов их акций.

Ежемесячный  
теоретический  
и научно-практический  
журнал

Издается  
с ноября 1926 г.



1 '92

# ФИНАНСЫ

Москва  
«Финансы и  
статистика»  
1992