

ВВЕДЕНИЕ

В основе предложенной монографии лежат результаты исследований, изложенные в фундаментальном учебнике по курсу «Инвестиции», который написан тремя известными американскими экономистами [1]. Один из них - У.Шарп является лауреатом Нобелевской премии по экономике за 1990 г. В данной монографии развита теория оценки финансовых активов (портфельная теория), которая в 50-х годах XX века была предложена Г.Марковицем, также лауреатом Нобелевской премии. Из изданных на русском языке книг по теории оценки финансовых активов, пожалуй, только учебник У.Шарпа достаточно полно освещает базовые понятия и различные аспекты управления инвестициями в ценные бумаги. Авторы более поздних изданий книг и большинства статей по теории инвестиций, как правило, ссылаются на этот всемирно известный учебник. К несомненному достоинству учебника следует отнести также и критическое отношение авторов к постулатам и возможностям портфельной теории.

Например, У.Шарп и др. отмечает: *«Несмотря на доступность «оптимизаторов», относительно небольшое число менеджеров по инвестициям в действительности используют их при формировании портфеля. ... Причиной сопротивления являются два момента: профессиональные интересы и несоответствие в практическом воплощении концепций»* [1, с. 200].

Другими словами, имеет место несоответствие портфельной теории и практики формирования портфеля ценных бумаг. Авторы учебника пытаются объяснить данное обстоятельство тем, что для оценки стандартных отклонений доходности очень часто используется устаревшая информация, а в процессе рутинных расчетов нередко допускаются ошибки [1, с. 200].

Обращает на себя внимание и специфичность некоторых теоретических положений, принятых Г.Марковицем. Например, утверждение, что стандартное отклонение или дисперсия служит мерой изменчивости (устойчивости) доходности портфеля ценных бумаг, заимствовано Г.Марковицем из положений теории вероятностей [2].

С другой стороны, недостаточно убедительно принимается положение о том, что стандартное отклонение доходности может также служить и в качестве меры инвестиционного риска портфеля [1, с. 179]. Такой выбор меры риска портфеля объясняется Г.Марковицем

относительной простотой вычислений стандартного отклонения по сравнению с другими альтернативными мерами (например, вероятностью отрицательной доходности портфеля) [1, с. 180]. В настоящее время, когда для вычислений используются высокопроизводительные компьютеры, простота вычислений не может быть серьёзным аргументом при обосновании меры риска.

Кроме того, *«Г.Марковиц утверждает, что инвестор должен основывать своё решение по выбору портфеля исключительно на ожидаемой доходности и стандартном отклонении. Это означает, что инвестор должен оценить ожидаемую доходность и стандартное отклонение каждого портфеля, а затем выбрать «лучший» из них, основываясь на соотношении этих двух параметров. Интуиция при этом играет определяющую роль»* [1, с. 170]. Однако очевидно, что при принятии управленческих решений интуиция играет определяющую роль, как правило, в условиях отсутствия надежного инструмента сравнительного анализа вариантов решений и принципов выбора лучшего из них. Возложив на интуицию определяющую роль при выборе инвестиционного решения, Г.Марковиц косвенно признал ограниченность возможностей предложенной портфельной теории.

Несколько озадачивает следующее высказывание: *«Для того чтобы понять, как складываются цены финансовых активов, необходимо сконструировать модель...Это требует упрощений...С этой целью формулируются определенные предположения об объекте исследования... Обоснованность этих предположений (или их недостаток) не имеет большого значения.»* [1, с. 258]. К такому необоснованному «предположению» следует отнести, прежде всего, уравнение рыночной линии ценной бумаги, которое является центральным звеном в портфельной теории. Так, при выводе уравнения рыночной линии ценной бумаги использована ошибочная исходная формула (10.18) [1, с. 284] для определения производной дробной функции.

Перечисленные, а также другие высказывания, допущения и постулаты, принятые в популярной теории оценки финансовых активов [1], побудили автора монографии критически переосмыслить известную портфельную теорию с использованием элементов математики и теории вероятностей. Подобная задача решается в книге Касимова Ю.Ф. [3], которая содержит достаточно полное изложение портфельной теории. В данной, несомненно полезной для специалистов книге, приведен познавательный исторический обзор развития портфельной теории, а также, в отличие от учебника [1], кото-

рый базируется на анализе частных числовых примеров и принципе «от частного к общему», многие положения приобрели строгую математическую основу. Однако явно спорные исходные предпосылки портфельной теории в книге Касимова Ю.Ф. приняты также в виде постулатов и не обсуждаются.

Одной из целей написания монографии является обсуждение правомерности допущений и постулатов портфельной теории. В монографии за основу принят принцип «от общего к частному». Главной же целью данной работы является разработка нового подхода оценки финансовых активов на основе определения средней стоимости риска, что позволяет объективно сопоставлять ценные бумаги и портфели активов с различными математическими ожиданиями и стандартными отклонениями доходностей, а также формировать оптимальные портфели ценных бумаг на объективной основе.

В первом разделе монографии рассмотрены основные положения портфельной теории, которая впервые разработана Г.Марковицем, развита У.Шарпом и другими экономистами. В данном разделе критически акцентируется внимание на деталях, допущениях и постулатах, принятых в данной портфельной теории.

Во втором разделе анализируется модель ценообразования на капиталные активы, которая служит теоретической основой ряда методов, применяемых в инвестиционной практике. Формулируются многочисленные критические замечания относительно принятых в модели допущений и доказывается ее несостоятельность.

В третьем разделе монографии предлагается новый подход оценки финансовых активов. При этом используются известные положения теории вероятностей. Предложен метод оценки средней стоимости инвестиционного риска, на основе которого могут решаться многие актуальные задачи финансовых инвестиций. В частности разработан подход для сравнения инвестиционных качеств двух активов с отличающимися математическими ожиданиями и стандартными отклонениями доходностей.

В четвертом разделе описываются известные модели оценки опционов и предлагается новый подход, позволяющий на объективной основе рассчитать стоимость опциона.

Монография рассчитана на широкий круг лиц, связанных с финансовыми инвестициями, знакомых с портфельной теорией, основами математики и теории вероятностей.