

дефіцит робочої потужності в енергосистемі України становитиме 7-10 млн. кВт.год, в 2010 році в ній працюватимуть в основному лише АЕС та ГЕС, а починаючи з 2020 року практично всю енергію Україна змушена буде імпортувати, що поставить під загрозу економічну безпеку країни. На протязі 1991-2002 років ПЕК дотував "штучно дешевими" енергоносіями практично всі галузі економіки, у тому числі експортноспроможні (металургія, сільське господарство) завдяки чому вони могли конкурувати на світових ринках. Фактично весь експортний потенціал країни багато в чому забезпечувався за рахунок ПЕК.

Для забезпечення енергетичної безпеки областей півдня України необхідно виробити стратегію розвитку ТЕК з врахуванням сучасного стану, перспектив його розвитку та створення альтернативних джерел енергії.

Джерела та література

1. Економічне і соціальне становище Запорізької області за 2001 рік. Статистичний бюлетень. – Запоріжжя: Запорізьке обласне управління статистики, 2002. – 346 с.
2. Запорізька область. 10 років в незалежній Україні. Економічний огляд. – Запоріжжя: ВПК "Запоріжжя", 2002. – 168 с.

Лосева С.А., Цугунян А.М. ТЕОРИЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ, ЕЁ ТРАДИЦИОННЫЙ И СОВРЕМЕННЫЙ ПОДХОДЫ

В статье поставлена цель рассмотреть современные подходы теории инвестиций. Основными задачами инвестиций (инвестиционного ресурса) является рассмотрение не только как вложения в отдельные предпринимательские объекты, суммируя их по степени привлекательности для инвестора, а как привлечённые средства, представленные в деньгах, ценных бумагах, производственном потенциале, инновациях и других формах в сферы не связанные с профессиональной деятельностью, работой инвестора и с чёткой мотивацией на получение прибыли.

Связь между накоплением и характером экономического развития была определена в самом начале капиталистического способа производства. Это был период в развитии человечества, когда предприниматели экономии на потреблении ради накопления. Меркантилисты отрицательно относились к "паразитическому" потреблению. Экономисты XIX начала XX вв., среди которых представители австрийской школы и неоклассики – Дж. М. Кейнс, Арталион, Дж. М. Кларк, Э. Хансен, П. Массе, Л. Йохансен, Э. Хелпс, У. Ростоу и др., рассматривали накопление как определяющий, положительный фактор общественного процесса.

Дж. Кейнс рассматривал накопление с точки зрения стимулирования спроса, так как инвестиции в отрасли приводят к увеличению спроса в ряде смежных отраслей. Экономический рост достигается за счёт полного использования имеющихся ресурсов.

В теории экономической динамики, в частности, её представитель Харрод, в своей модели "экономической динамики" показал, что темп роста национального дохода зависит от таких двух факторов, как норма накопления и капитальный коэффициент как соотношение прироста всех благ и прироста продукции за тот же период. Увеличение же темпов роста национального дохода рассматривалось преимущественно как результат прироста объёмов накопления, что нашло выражение в знаменитом "кембриджском уравнении".

$$I = I / S_n * I$$

где:

I – масса прибыли;

I – инвестиции;

S_n – сбережения из прибыли;

Дж. Кейнс ввёл в макроэкономический анализ понятия институционального характера – склонность к потреблению (часть не функционального потребления в национальном доходе); склонность к сбережениям (накапливаемая часть национального дохода); склонность к инвестированию (часть национального дохода используемая для расширения производства); предоставление преимущества ликвидности (быстрое превращение активов в денежную, кредитно – заёмную форму); предельную эффективность капитала (норму прибыли).

Кейнс ввёл две разновидности спроса – потребительский и инвестиционный или производственный (на средства производства). Склонность к инвестированию определяет размеры инвестиционного спроса и оказывает решающую роль в определении экономического состояния, решении проблем занятости. Кейнс сформулировал правила - "новый прирост инвестиций автоматически обеспечивает прирост совокупных доходов, в них часть сбережений возрастает более высокими темпами по отношению к той, что потребляется, тем самым обеспечивается основа будущих инвестиций". В активизации инвестиционного процесса важную роль играет регулирование размера дефицита бюджета государства. На этом настаивал Дж. Кейнс. Л. Йохансен поддерживал идею Дж. Кейнса, поскольку дефицит бюджета заставляет создавать дополнительные кредитные средства, что повлечёт изменения размера общего дохода. По модели Л. Йохансена бюджетный дефицит в 0,5 единицы

приводит к росту общего дохода в 2 единицы, в чём выражается эффект использования дополнительного кредитования инвестиций с учётом мультипликационного эффекта капитальных вложений. В результате инвестирования экономика получает прирост объёма производства, который превышает первоначально вложенные инвестиции, объём инвестиций должен быть значительным. Согласно модели накопления и потребления Л. Йохансена налоговая политика существенно влияет на соотношение накопления и потребления в национальном доходе и может усилить или ослабить инвестиционную деятельность, причём на инвестиции больше влияет изменение налога на зарплату, чем налога на прибыль, так как основными инвесторами являются домашние хозяйства, а не корпорации.

С целью стимулирования частных инвестиций необходимо снижение общего уровня налогообложения с одной стороны, и использование налоговых платежей населения в качестве главного источника бюджетных инвестиций с другой. На этот счёт мировой опыт свидетельствует, что оптимальным для развития экономики является уровень налогов в совокупности не превышающий 32-34 %.

"Кривая Лаффера" показывает, что увеличение налоговой ставки до определённого уровня приводит к увеличению налоговых поступлений в бюджет, а достижение более высокого уровня ведёт к убыванию поступлений. К середине XX в. не подтвердился тезис Д. Кейнса о росте сбережений по мере роста дохода. Статистический анализ сбережений более чем за 50 лет в работе Р. Голдсмита "Изучение сбережений в США" за период с 1897 по 1949 г. показал, что доля сбережений составляет 12 % личного дохода, во время воспроизводственного кризиса 11 %. Таким образом, государство, удерживая налоги на определённом уровне получает достаточно устойчивый источник инвестиций в бюджетах и сбережениях граждан, что создаёт благоприятный инвестиционный климат в стране. Роль налогового фактора в государственном регулировании инвестиций будет рассмотрена несколько позже.

Рассмотрев основные аспекты теории инвестирования, попробуем сформулировать традиционный и современный теоретические подходы.

Традиционная теория инвестирования предполагает определение инвестиционной стратегии на основе фундаментального анализа как анализа финансового состояния эмитента ценной бумаги по финансовой отчётности, в основе же использования технического анализа лежит анализ биржевых котировок ценных бумаг с целью определения поведения цены в будущем.

В таком подходе есть просчёты:

- отсутствует анализ риска;
- акцент делается на анализ доходности и изучение поведения отдельных активов.

Традиционный подход в бизнесе "покупать подешевле и продавать подороже" можно представить и как основные правила и методы теории инвестирования.

20-30-е годы XX ст. в теории инвестирования ещё не означали её самостоятельность, она рождалась из теории финансов. Работы Ир. Фишера (Irving Fisher) по теории процентной ставки и Вильямса (Williams) по оценке капитальных активов положили начало теории финансов. Для этого этапа характерно начало использования финансовой математики, как проведение финансовых расчётов в условиях определённости – так называемый "детерминированный подход", исключающий возможности неопределённости и риска в решении финансовых проблем. Попытка качественного анализа факторов риска и неопределённости была сделана в 1921 г. Найтом] в принятии инвестиционных решений, а комплексный подход стал возможен только после Второй мировой войны.

Современная теория инвестиций (investment theory) начала своё формирование с 50-х годов нашего столетия, в экономической литературе она представлена как "западная" и за счёт её бурного развития часто именуется революцией.

Статья Г. Марковица (H. Markovits) "Выбор портфеля", изданная в 1952 г. вызвала большой интерес не только в среде экономистов. Марковиц предложил оптимальный портфель ценных бумаг на основе математического моделирования с учётом определённых условий. Модель портфеля предполагала сочетание доходности и риска, через формализацию этих двух понятий. Единое правило формирования портфеля, которому подчиняются все инвесторы – это сформировать эффективный портфель, который обеспечит минимальный риск для определённого уровня дохода или максимальный доход при заданной степени риска. Нужно найти такие пропорции распределения средств между допустимыми активами, чтобы риск портфеля при определённом уровне доходности был бы минимален.

Теория выбора инвестиционного портфеля в полной мере с усовершенствованием и развитием модели излагается в первой монографии Г. Марковица, изданной в 1959 г. "Выбор портфеля: Эффективность диверсификации инвестиций". Применение теории вероятностей к финансовой теории не привлекло внимание экономистов как теоретиков, так и практиков. Для конца 50-х годов это было слишком маловероятным, в силу неразвитости вычислительной техники и сложности алгоритмов, предложенных Г. Марковица. Продолжателем теории инвестиций является У. Шарп (W. Sharp), который в 1963 г. предложил однофакторную модель рынка капиталов, в которой впервые были использованы "альфа" и "бета" характеристики акций. В сравнении с моделью Марковица, модель Шарпа была упрощена за счёт линейного программирования (вместо квадратичного), что сделало методы портфельной оптимизации применимыми на практике. К 70-м годам задача управления портфелем ценных бумаг была практически решена.

Несколько другой подход в теории инвестирования был предложен Дж. Тобином (J. Tobin) на рубеже 50-х и 60-х годов. Он уделит внимание анализу безрисковых активов, государственным ценным бумагам, с целью включения их в портфель, что давало таким образом возможность посмотреть на процесс создания оптимального портфеля с точки зрения макроэкономического анализа. Интерес Дж. Тобина лежал в области фундаментальных проблем экономики, чем он близок к Дж. Кейнсу. Г. Марковиц в большей степени работал в математическом анализе и разработке алгоритмов решения задач оптимизации, что его

разделяло с экономической практикой. Дж. Тобин анализировал факторы, оказывающие влияние на инвесторов, формирующих портфель активов и привлекающих их к финансовой активности. У Г. Марковица внимание было сосредоточено на отдельном инвесторе, который формировал на основе своего видения доходности и риска выбираемых активов оптимальный портфель акций, которые являются рискованными активами. Таким образом, подходы Г. Марковица и Дж. Тобина соединили микро- и макроподходы в форму оптимизации портфеля ценных бумаг.

Для середины 60-х годов характерен новый этап в развитии теории инвестирования. Это CAPM (Capital Asset Price Model) или модель оценки капитальных активов. Такой подход связан с выходом работ У. Шарпа (W. Sharp), Дж. Линтнера (Lintner), Дж. Моссина (Mossin).

Смысл такого подхода заключается в том, что инвесторы обладают одной информацией, одинаково оценивают доходность и риск акций, но формируют оптимальные портфели акций, исходя из индивидуальной склонности к риску - как же при таких условиях сложатся цены на рынке акций. Согласно предложенной модели оценки капитальных активов (CAPM) устанавливается соотношение между доходностью и риском актива на равновесном рынке.

Инвестор должен оценивать в таком случае не весь риск актива, как предполагал Г. Марковиц, а только его часть, которая не диверсифицируется, т. е. это систематический риск, общий для рынка в целом, представленный коэффициентом "бета", который ввёл У. Шарп в однофакторной модели. Другая часть риска несистематического, диверсифицируется путём формирования оптимального портфеля инвестором.

Все 70-е годы практически прошли под влиянием CAPM, но почти одновременно Р. Роллом (R. Roll) и С. Россом (S. Ross) была предложена альтернативная модель оценки капитальных активов – арбитражная модель или APM (Arbitrage Pricing Model). Смысл модели заключается в том, что соотношение между ожидаемой доходностью и риском должно быть таким, чтобы отдельный инвестор не мог получать неограниченный доход от сделки бесконечно долго с рынка, без всякого риска. Подвергая критике CAPM Р. Ролл и С. Росс допускали в своей теории эмпирическую проверку, но несмотря на критику CAPM остаётся наиболее значительной современной финансовой теорией.

Инвестиционная теория очень тесно соприкасается с другими направлениями финансовой теории – такими, как теории корпоративных финансов, финансового менеджмента, теории эффективного рынка, известны также модели "случайного блуждания" рыночных цен активов, модель опционов Блека-Шауса (Black-Scholes). Последняя модель интересна своей возможностью осуществления безрисковой сделки с одновременным использованием акции и выпущенным на неё опционом. Применение на практике модели привело к быстрому росту контрактов на Чикагской опционной бирже.

В целом, для 70-80-х годов в теории инвестиций характерно расширение и углубление математических методов финансового анализа, применение сложных средств теории случайных процессов и оптимального управления.

В отечественной финансовой теории и в теории инвестиций сделаны существенные шаги в начале 90-х годов такими учёными как Алёхин Б. И., Алексеев М. Ю., Миркин Я. М., которые посвятили работы рынку ценных бумаг, финансовым и инвестиционным сделкам, финансовым фьючерсам и опционам, Четыркин С. М. – методам финансовых и коммерческих расчётов (это одна из первых работ по применению математических методов в финансах), Первозванский А. А. – портфельным моделям, Буренин А. Н. – фьючерсным и опционным рынкам, Касимов Ю. Ф. – теории оптимального портфеля ценных бумаг, Мертенс А. В., Пересада А. – финансовой теории, инвестиционной деятельности и рынку ценных бумаг, Шермет В. В., Павлюченко В. М., Шапиро В. Д. создали справочную литературу по управлению инвестициями и др.

В ходе исследования исторического аспекта теории инвестиций можно выделить традиционный и современный подходы в этой теории, констатировать, что теория инвестиций родилась на Западе (в основном в США) из теории финансов. Начиная с 50-х годов, в ней широко применялись как приёмы элементарной алгебры, теоретико-вероятностные и оптимизационные методы, так и более сложные (в 70-80 гг.) современные теории случайных процессов и оптимального управления, использовались простые и сложные модели. В отечественных исследованиях наметились положительные тенденции по изучению, применению западных подходов и формированию собственного видения теории инвестиций в переходный к рынку период, однако исследований посвящённых формированию и развитию инвестиционного рынка, как целостного и многофункционального экономического явления, практически не появилось.

До 90-х годов термин "инвестиция" (investments) не использовался в отечественной экономической литературе, и процессы расширенного воспроизводства связывались исключительно с капитальными вложениями в основном государственного происхождения.

Американская методология ставит знак равенства между "инвестицией" и "капиталовложением", выделяя в их экономическом содержании направленность вложений в недвижимость.

Европейская методология допускает распространение термина "инвестиция" и на долгосрочное вложение в ценные бумаги. Международное издание "Толкового экономического и финансового словаря" Бернара и Колли предлагает различать категории "инвестиции" (капитальные вложения) и "вложения капитала". Вложение капитала отличается от инвестиций тем, что как по мотивации, так и по природе осуществляющего его субъекта, оно отделено от процесса производства. Возможная прибыль или риск, которому он при этом подвергается, зависит от прозорливости вкладчика, а не от его производительных способностей.

Таким образом, нами выявлено, что вложения капитала трактуется как операция с капиталом в сферу, не связанную с профессиональной деятельностью или компетенцией его владельца, рассчитывающего на

прибыль от вложений. Важнейшим признаком "инвестиций" как экономической категории является производственный характер использования капитала, "вложение капитала" больше подходит к характеристике финансовых операций. Именно производственный и долгосрочный характер расходования средств часто позволяет исследователям ставить знак равенства между "инвестицией" и "капитальными вложениями", например, как это делает венгерский учёный Корнай Я.

В фундаментальном учебнике по курсу "Инвестиции" У. Шарпа, Г. Александера, Д. Бэйли "инвестировать" означает "расстаться с деньгами сегодня, чтобы получить большую их сумму в будущем", что, на наш взгляд, отражает сущность инвестиций в несколько упрощенном виде на уровне обычного инвестора, который преследует цель увеличения дохода.

В макроэкономике инвестиции рассматриваются как часть валового внутреннего продукта, не потребляемая в текущем периоде и обеспечивающая прирост капитала в экономике, в микроэкономике инвестиция рассматривается как процесс создания нового капитала.

В современной справочной литературе, в частности российской, даётся трактовка инвестиций (инвестиционным ресурсам) "как денежным средствам, банковским вкладам, паям, акциям и другим ценным бумагам, технологиям, машинам, оборудованию, лицензиям, в том числе на товарные знаки, кредиты, любое другое имущество или имущественное право, интеллектуальные ценности, вкладываемым в объекты предпринимательской деятельности в целях получения прибыли (дохода) и достижения положительного эффекта", что, на наш взгляд, расширяет характеристику инвестиций так как предполагаются разнообразные формы использования инвестиций.

Мы предлагаем рассматривать инвестиции (инвестиционный ресурс) именно в широком смысле не ограничивая их понимание, как вложения в отдельные предпринимательские объекты, суммируя их по степени привлекательности для инвестора. Инвестиции нами рассматриваются как привлечённые средства, представленные в деньгах, ценных бумагах, производственном потенциале, инновациях, инвестиционных проектах и других формах, но обязательно вкладываемые в сферы не связанные с профессиональной деятельностью, работой инвестора и с чёткой мотивацией на получение прибыли. В условиях рыночной экономики инвестиции привлекаются в высокоэффективные проекты, приносящие прибыль, что означает развитие отечественного производства, не исключается и достижение социального эффекта.

В Законе Украины "Об инвестиционной деятельности" инвестиции определяются как все виды имущественных и интеллектуальных ценностей, вкладываемые в объекты предпринимательской и других видов деятельности, в результате которой создаётся прибыль (доход) или достигается социальный эффект.

На основе исследования, в определении методологии инвестиций, мы предлагаем выделить:

- финансовый смысл инвестиций как совокупности всех видов активов, привлекаемых в хозяйственную деятельность для получения дохода;
- экономический смысл инвестиций как затрат на создание, развитие, увеличение основного капитала, а также связанного с ним оборотного капитала через изменения стоимости и структуры основного на основе привлечения инвестиций.

В зарубежной и отечественной экономической литературе сделано достаточно много попыток классификации инвестиций с целью их учёта, анализа и планирования. Рассматривая предлагаемые классификации инвестиций, следует отметить, что в них наблюдаются как расхождения, так и противоречия по тем или иным признакам. Прежде всего, следует выяснить, с какой целью предпринимается классификация инвестиций, по каким признакам она осуществляется. **Мы предлагаем рассматривать классификацию инвестиций с одной стороны для потенциального инвестора, который ведёт поиск наиболее выгодного вложения капитала, с другой стороны она нужна тем, кто нуждается в таких вложениях.**

Инвестор должен разрабатывать поведенческую стратегию и тактику в инвестиционном процессе, для получателей инвестиций важно определить подходы к анализу, методы оценки инвестиций, чтобы реализовать свои потенциальные возможности, принять управленческие решения, а также оценить степень ответственности за возможные как положительные, так и отрицательные результаты инвестиционной деятельности. Мы отмечаем, что в инвестиционных процессах присутствует система интересов инвесторов и получателей инвестиций, которая достаточно мотивирована и представлена на рис. 1.

Изучив и проанализировав различные подходы к классификации инвестиций, мы предлагаем следующую их классификацию [табл. 1].

Предложенная классификация инвестиций преследует цели предоставить инвестору как можно более полную информацию в вопросах инвестирования, глубже проникнуть в теорию и практику инвестирования, по мере развития инвестиционных процессов осваивать новые подходы, выделять особенности и проблемы в инвестиционной деятельности.

Расширение и детализация классификации инвестиций имеет смысл при развитии теории и практики инвестирования, классификации определённых целей инвестирования.

Признаки классификации инвестиций могут дополняться, уточняться по мере развития инвестиционных процессов, появления новых понятий и определений. Совершенствование классификации инвестиций, поиск новых признаков классификации и упорядочивание уже существующих необходимо для того, чтобы однозначно толковать и развивать теорию инвестиций.

В зависимости от цели исследования инвестиций признаки классификации могут быть установлены в каждом конкретном случае.

Согласно признакам классификации предлагаем составить классификационное дерево как:

- определение задач, целей, классификации;
- выбор направлений классификации;

ТЕОРИЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ, ЕЁ ТРАДИЦИОННЫЙ И СОВРЕМЕННЫЙ ПОДХОДЫ

- определение схемы классификации;
- анализ составленной классификации;
- принятие решений по результатам анализа.

Разрабатывая категории в сфере инвестиционной деятельности мы позволяем более глубоко изучать, исследовать формы, методы предоставления инвестиций, обеспечивать информационно инвестиционные процессы, а значит, в конечном итоге, принимать обоснованные инвестиционные решения и реализовывать их.

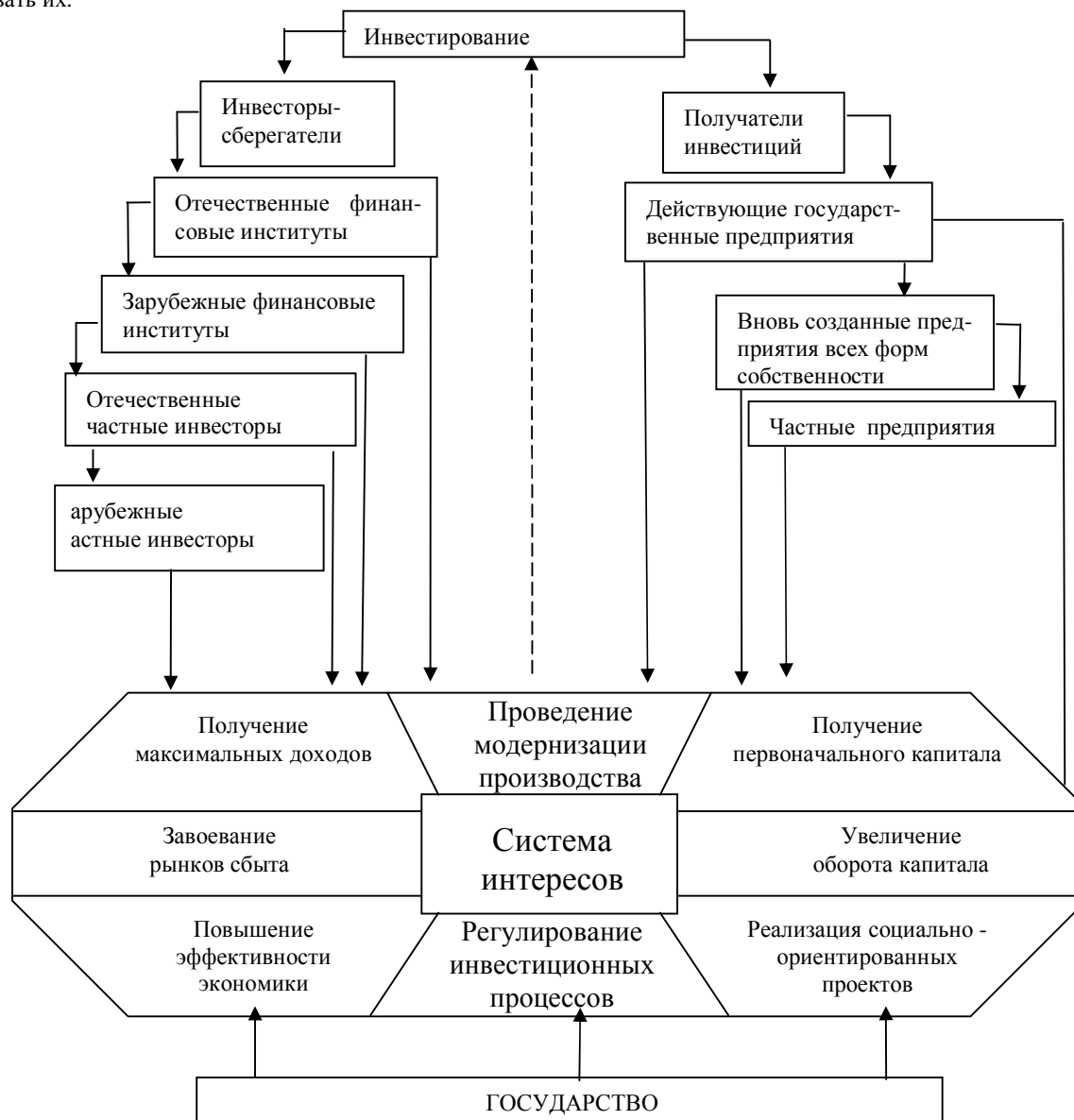


Рис. 1. Система интересов инвесторов-сберегателей и получателей инвестиций.

Таблица 1. Признаки классификации инвестиций.

Признаки классификации	Виды инвестиций			
	Внутренние		Внешние (иностранные)	
По отношению к объекту (субъекту)	Внутренние		Внешние (иностранные)	
По сферам производства	в основное материальное производство		в произв. инфраструктуру	в социальн. инфраструктуру
По периоду инвестирования	Краткосрочные (до года)		Среднесрочные (до 5 лет)	Долгосрочные (более 5 лет)
По форме собственности ресурсов	Государственные		Иностранные	Частные
По объектам вложений	Реальные			Финансовые
По формам обновления основных фондов	в новое строительство	в реконструкцию	на техническое переоснащение	на поддержку дейст. пред.

По видам отраслей производства и непроектной сферы	в энергетике	в транспорт	в переработку	в науку, медиц.	в сбыт, маркетинг
По объектам инвестиционной деятельности	в основные фонды	в оборотные фонды	в ценные бумаги	в депозиты	в интел. ценности и др.
По видам инвестиционных ресурсов	в виде денежных средств	в виде средств производства, материалов, сырья		в виде интеллект. ресурсов	в виде имущества, имущ. прав и т.д.
По величине риска	Нерисковые	Среднерисковые		Рисковые	Высокорисковые
По форме полученного дохода	приносящие прибыль	дающие повышение престижа фирмы	способствующие освоению новых рынков сбыта	дающие право участия в управлении фирмы, в определении дохода	приносящие соц. эффект
По источникам финансирования	Собственные		Привлечённые	Заёмные	
По стоимости ценных бумаг	Номинальные		Рыночные	Спекулятивные	
По степени эффективности	Высокоэффективные		Слабоэффективные	Среднеэффективные	
По характеру рыночного эффекта	Активные с применением диверсификационных элементов			Пассивные	
По количеству поставленных целей	преследующие одну цель			преследующие много целей и задач	
По значимости в инвестиционном процессе	Муниципальные	Региональные	Национальные	Корпоративные	Международные
По сфере инвестиционной деятельности	в эколог. сферу	в инновац. сферу	в сферу обращения фин. кап-ла	в строит-во	в сферу реализации имущ. прав
По объёму дохода (прибыли)	приносящие большую прибыль		приносящие среднюю прибыль	приносящие малую прибыль	
По необходимости осуществления	Обязательные			Необязательные	
По оригинальности полученных продуктов	соответствующие получению совершенно новых продуктов		соответствующие получению усовершенствованных продуктов	соответствующие получению обычных продуктов	
По потокам поступлений	С постоянным движением			С изменением движения	

По объектам инвестиционной деятельности можно предложить более подробную классификацию инвестиций (рис. 2). В общепринятой схеме разделение инвестиций на реальные и финансовые такое деление вызвано различными объектами инвестиционной деятельности.

Таким образом, мы предлагаем рассматривать инвестиции (инвестиционный ресурс) именно в широком смысле не ограничивая их понимание, как вложения в отдельные предпринимательские объекты, суммируя их по степени привлекательности для инвестора, а как привлечённые средства, представленные в деньгах, ценных бумагах, производственном потенциале, инновациях и других формах, но обязательно вкладываемые в сферы не связанные с профессиональной деятельностью, работой инвестора и с чёткой мотивацией на получение прибыли.

Источники и литература

1. Fisher I. Theory of Interest, Macmillan, New York, 1930, 332 с.
2. Williams J. B. The Theory of Investment Value, (1938) North-Holland, Amsterdam, 1964, 471 с.
3. Knight F. H. Risk, Uncertain and profit, Houghton Mifflin, Boston and New York, 1921., 501 с.
4. Markowitz H. M. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment, Wiley, New York, 1959, 495 с.
5. Sharp W.F. Capital Asset price: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, journal of Finance 29(3) September, 1964? pp. 425 – 442.
6. Tobin J. The Theory of Portfolio Selection in F.H.Hahn and F.R.P. Brechling (eds), The Theory of Interest Rate. London, Macmillan, 1965, pp. 3-51.
7. Lintner J. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, Review of Economics and Statistics, February, 1965, pp. 13-27.
8. Roll R. and Ross R. A. Critical reexamination of the Empirical Evidence of the Arbitrage Pricing Theory, Journal of Finance, June, 1984, 447 с.
9. Black F. and Sholez M. The Pricing of Options and corporate Liabilities, Journal of Political Economy, 81 (3) May/June, 1973, 396 с..

Рис. 2. Классификация инвестиций по объектам инвестиционной деятельности.

