



РАНХиГС

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

ЭКОНОМИКА

НАУЧНЫЕ ДОКЛАДЫ

17 / 8

Ю. А. Данилов

ЭФФЕКТИВНОСТЬ ФИНАНСОВОГО РЫНКА РОССИИ

*Выполнение
социально-экономических функций
и глобальная конкурентоспособность*

М О С К В А • 2 0 1 7

Научные доклады: экономика

Юрий Данилов

**Эффективность финансового
рынка России. Выполнение
социально-экономических
функций и глобальная
конкурентоспособность**

«РАНХиГС»

2017

УДК 336
ББК 65.9

Данилов Ю. А.

Эффективность финансового рынка России. Выполнение социально-экономических функций и глобальная конкурентоспособность / Ю. А. Данилов — «РАНХиГС», 2017 — (Научные доклады: экономика)

ISBN 978-5-7749-1231-5

В работе рассматриваются вопросы эффективности национального финансового рынка в двух аспектах: социально-экономической эффективности и глобальной конкурентоспособности. Предложен подход к определению эффективности финансового рынка, существенно расширяющий ее традиционное понимание. Проведены оценки социально-экономической эффективности финансового рынка России, а также ее глобальной эффективности, включающей как оценку глобальной конкурентоспособности, так и оценку места России на мировом финансовом рынке. Выявлены основные слабости российского финансового рынка, сформулированы основные проблемы, препятствующие его развитию. Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательских работ, выполненных в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2015 и 2016 годы.

УДК 336
ББК 65.9

ISBN 978-5-7749-1231-5

© Данилов Ю. А., 2017

© РАНХиГС, 2017

Содержание

Введение	7
Глава 1. Понятие эффективности финансового рынка: расширения и уточнения	8
Глава 2. Социально-экономическая эффективность финансового рынка России	11
2.1. Показатели, характеризующие роль финансового рынка в социально-экономическом развитии страны	11
Конец ознакомительного фрагмента.	12

Юрий Данилов
Эффективность финансового
рынка России. Выполнение
социально-экономических функций
и глобальная конкурентоспособность

© ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», 2017

Введение

В теоретической литературе вопросы эффективности финансовых рынков традиционно рассматриваются с позиции теории информационной (ценовой) эффективности, предложенной Ю. Фама в его диссертации 1960 года.

С течением времени в понятие эффективности финансового рынка стали включаться и другие аспекты (операционная эффективность, эффективность с точки зрения защиты прав инвесторов), что потребовало введения единых критериев эффективности для всех ее аспектов. Одновременно повышение роли финансовых рынков в социально-экономическом развитии стран и процессы глобализации сделали национальные финансовые рынки подсистемами, с одной стороны, национальных социально-экономических систем, а с другой стороны, глобального финансового рынка.

Это потребовало дальнейшего расширения трактовки понятия эффективности финансового рынка за счет учета его эффективности как подсистемы национальной экономики и эффективности как подсистемы глобального финансового рынка. В настоящем докладе будут рассмотрены подходы к определению социально-экономической эффективности финансового рынка и его глобальной эффективности, а также проведены расчеты показателей социально-экономической и глобальной эффективности российского финансового рынка.

Настоящий доклад подготовлен по материалам научно-исследовательской работы на тему «Мониторинг глобальной конкурентоспособности финансового рынка Российской Федерации и анализ мер по ее повышению», выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2015 год, и научно-исследовательской работы на тему «Стратегическое планирование развития финансового рынка Российской Федерации», выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2016 год.

Глава 1. Понятие эффективности финансового рынка: расширения и уточнения

Развитие научных представлений об эффективности финансового рынка началось в 70-х годах XX века с формирования гипотезы (теории) эффективного рынка. Как и любая другая научная теория, гипотеза эффективного рынка опиралась на многочисленные результаты предшествующих исследований.

Формулирование гипотезы эффективного рынка капитала стало начальной точкой исследования эффективности финансового рынка. Впервые эту гипотезу сформулировал американский экономист Юджин Фама в своей диссертации 1960 года [1]. По сути дела, он предложил те факторы, которые вызывают случайное движение цен на финансовом рынке – информацию, а также ее наличие и равнодоступность.

Под эффективностью эта гипотеза понимает информационную (или ценовую) эффективность рынка капитала. Эффективный рынок может существовать, в соответствии с этой теорией, в одной из трех форм: слабой (weak); полусильной (semistrong); сильной (strong) [2]. Каждая последующая форма включает предположения предыдущей формы. Например, сильная форма предполагает, что выполняются не только дополнительные условия, присущие сильной форме, но и те условия, которые выполняются для слабой и полусильной форм.

С позиций сегодняшнего дня теорию Ю. Фама можно определить как теорию ценовой (или информационной) эффективности финансовых рынков. Она оперирует с неким идеальным объектом – эффективным рынком, на котором все затраты на поиск, получение и анализ информации равны нулю, а сама информация становится известна одновременно всем участникам рынка и максимально адекватно отражается в ценах финансовых активов.

Впоследствии (в 1975 году) Ричард Уэст уточнил, что имеется различие между операционно-эффективным рынком (operationally efficient market) и рынком, эффективным в ценовом смысле (pricing efficient market) [3, p. 30–34]. Введение понятия операционно-эффективного рынка позволило учесть затраты инвесторов на проведение операций с ценными бумагами, которые в соответствии с гипотезой эффективного рынка принимались равными нулю. Понятие операционно-эффективного рынка предполагает, что инвесторы могут получить операционные услуги по ценам, отражающим реальные издержки, связанные с оказанием таких услуг. На операционно-эффективном рынке размер брокерских комиссионных стремится к некоторому минимальному уровню, определяемому такими реальными издержками, а размер дилерского спреда стремится к нулю.

Многочисленные исследования, проведенные в области корпоративного управления и защиты интересов инвесторов начиная с середины 1990-х годов, в первую очередь Рафаэлем Ла Порта, Флоренцио Лопес-де-Силанесом, Андреем Шляйфером, Робертом Вишны [4, p. 24], позволили сформулировать дополнительные требования к эффективному фондовому рынку. Если суммировать выводы исследователей этого направления экономической мысли, касающиеся представлений об идеальном (полностью эффективном) фондовом рынке, то можно дать следующее определение эффективного рынка с точки зрения теорий корпоративного управления и защиты интересов инвесторов. Эффективный рынок – это рынок, на котором уровень защиты интересов инвесторов, закрепленный в законодательстве, а также качество правоприменения настолько высоки, что инвестор не сталкивается с нерыночными рисками (т. е. рисками, не обусловленными движениями рынка) Это означает, что на эффективном рынке нет проблем с получением доходов по ценным бумагам; эмитент своевременно публично раскрывает всю информацию, необходимую для определения справедливой стоимости ценной бумаги; менеджеры распоряжаются финансовыми потоками в интересах всех собственни-

ков компании. Транзакционные издержки, связанные с необходимостью обеспечения защиты интересов инвесторов, отсутствуют.

Если рассмотреть все определения эффективного рынка (в информационном смысле, в операционном смысле, с точки зрения защиты инвесторов) под углом зрения транзакционных издержек, то можно сформулировать интегральное определение эффективного рынка. Финансовый рынок абсолютно эффективен во всех аспектах, если на нем отсутствуют транзакционные издержки. Исходя из этого, интегральной целью государственной политики на финансовых рынках должна выступать цель максимально возможного снижения транзакционных издержек всех видов.

Развитие экономической теории в целом и финансовой науки в частности в последние 15-20 лет обнаружило, на наш взгляд, с одной стороны, ограниченность существующих общепринятых определений эффективности финансового рынка и, с другой стороны, их эквивалентность. В чем состоит ограниченность существующих общепринятых определений эффективного рынка? Говоря в целом, можно сказать, что проблема в изолированном рассмотрении финансового рынка от тех систем, подсистемой которых он выступает, т. е. рассмотрение финансового рынка самого по себе, вне связей с другими подсистемами глобальных систем. Следует выделить несколько аспектов этой ограниченности.

Во-первых, это проявляется в рассмотрении финансового рынка вне его связей со всей социально-экономической системой. Эффективность финансового рынка определяется как характеристика замкнутой системы, и, соответственно, никак не учитывает факта влияния (позитивного или негативного) финансового рынка на экономическую систему в целом. Поэтому существующие определения эффективности финансового рынка не учитывают в явном виде аспекты макроэкономической эффективности финансового рынка. Между тем финансовый рынок является существенной частью макроэкономической системы, важность которой существенно увеличивается в течение последних десятилетий.

Во-вторых, это проявляется в рассмотрении эффективности финансового рынка вне связи с другими рынками глобального рынка капитала (мирового финансового рынка). Безусловно, традиционная теория эффективного рынка позволяет сопоставлять эффективность различных национальных финансовых рынков, позволяет оценивать эффективность международных финансовых рынков. Однако она недостаточно учитывает важность фактора конкуренции между различными национальными рынками, резко возросшей в период глобализации.

Следует отметить, что отмеченные аспекты ограниченности не являются свидетельством недостатков существующих общепризнанных определений эффективности финансового рынка. Данная ограниченность стала результатом изменений условий функционирования финансового рынка, которые произошли после создания теории эффективного рынка:

- 1) резкое повышение роли финансового рынка в социально-экономической системе;
- 2) резкая интенсификация процессов глобализации мировой экономики и мирового рынка капитала, приведшая к принципиально иному значению конкурентоспособности национального финансового рынка.

Преодоление ограниченности существующих общепризнанных определений эффективности финансового рынка и будет определять, по нашему мнению, основные направления дальнейшего расширения понятия эффективности финансового рынка в теоретических исследованиях. Учитывая вышесказанное, необходимо сделать вывод о том, что такими направлениями в ближайшие годы станут:

- уточнение понятия эффективного финансового рынка за счет учета его эффективности в макроэкономическом плане (или социально-экономической эффективности);
- уточнение понятия эффективного финансового рынка за счет учета уровня его конкурентоспособности в рамках мирового рынка капитала.

Различные аспекты эффективности финансового рынка тесно взаимосвязаны между собой. Поэтому социально-экономическая неэффективность финансового рынка в Российской Федерации и его неэффективность в глобальном смысле заставляют предположить наличие неэффективности и в других аспектах (ценовом, операционном, в плане защиты инвесторов). Существующие научные труды в данных областях [5], [6] и др. подтверждают это предположение.

В настоящем докладе мы исходим из того естественного соображения, что эффективность финансового рынка как подсистемы социально-экономической системы предопределяется эффективностью функций, выполняемых финансовым рынком (финансовым сектором) в рамках этой системы. В главе 2 мы будем исследовать эффективность финансового рынка Российской Федерации именно с этой точки зрения.

Эффективность национального финансового рынка как части глобального финансового рынка предопределяется степенью его конкурентоспособности и его местом на глобальном финансовом рынке, завоеванным в ходе конкуренции с другими национальными финансовыми рынками. Говоря о конкуренции между национальными финансовыми рынками, мы, естественно, говорим в первую очередь о конкуренции за глобальных инвесторов. Но, наряду с этим, в эпоху трансформации национальных финансовых рынков в международные финансовые центры (МФЦ), как наиболее адекватную форму существования в период глобализации, следует добавить, что МФЦ ведут конкуренцию и за реципиентов инвестиций, и за финансовых посредников. Конкуренция стран на глобальном финансовом рынке – это некоторое формальное обобщение, которое подразумевает:

- конкуренцию национальных режимов финансового регулирования и надзора;
- конкуренцию национальных условий осуществления инвестиционной и предпринимательской деятельности (обобщенно описываемых термином «инвестиционный климат»);
- конкуренцию финансовых организаций.

Такая конкуренция ведет к концентрации капиталов (инвесторов), реципиентов инвестиций и финансовых услуг (финансовых посредников) в ограниченном количестве МФЦ [7, с. 101].

В главе 3 мы исследуем глобальную эффективность российского финансового рынка со стороны оценок его конкурентоспособности и со стороны оценок его места на глобальном финансовом рынке.

Глава 2. Социально-экономическая эффективность финансового рынка России

2.1. Показатели, характеризующие роль финансового рынка в социально-экономическом развитии страны

Основной функцией финансового рынка в социально-экономическом развитии страны с точки зрения обмена ресурсами между секторами народного хозяйства является предоставление финансирования, в первую очередь долгосрочного финансирования нефинансовым секторам экономики.

Характеристиками этой роли финансового рынка в социально-экономическом развитии выступают потоки капитала, направляемые предприятиям. В современной российской экономике существует три основных канала долгосрочного финансирования со стороны финансового сектора:

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.