

(стоимость основных фондов и оборотных средств предприятия), общие затраты ресурсов на данный вид деятельности, ожидаемый доход (расчетная прибыль), т.е. сумма свободных собственных средств (резервный фонд), которые можно направить на погашение последствий риска [1, с. 196].

В случае получения выигрыша расчет коэффициента риска (K риска ДП) был произведен по формуле (2):

$$K \text{ риска ДП} = (\text{ФП} - \text{РП}) / \text{База.} \quad (2)$$

Предлагаемый рис. 2 позволяет повысить наглядность результатов количественной оценки любых экономических рисков, что может помочь упростить и повысить эффективность управления ими. Он устраняет недостатки существующих графических иллюстраций кривой риска за счет наиболее полного отражения его сути. К тому же предлагаемый рисунок имеет универсальный характер, позволяющий использовать его в качестве одного из этапов смешанной оценки (количественной и качественной) различных видов экономического риска, в том числе внешнеэкономического. Применение представленной на рис. 2 кривой риска в практической деятельности отечественных предприятий и организаций позволит повысить научный уровень принятия управленческих решений по минимизации рисков в части планирования и организации коммерческих операций. В результате удастся активизировать и повысить эффективность экономического сотрудничества субъектов хозяйствования Республики Беларусь с контрагентами.

Источники

1. *Королёнок, Г. А.* Внешнеторговые отношения Республики Беларусь / Г. А. Королёнок, Т. А. Осипович. — Минск : РИВШ, 2015. — 346 с.
Korolenok, G. A. Foreign trade relations of the Republic of Belarus / G. A. Korolenok, T. A. Osipovich. — Minsk : NINE, 2015. — 346 p.
2. *Лапченко, Д. А.* Оценка и управление экономическим риском : теория и практика / Д. А. Лапченко. — Минск : Амалфея, 2007. — 148 с.
Lapchenko, D. A. Economic risk assessment and management: theory and practice / D. A. Lapchenko. — Minsk : Amalfeya, 2007. — 148 p.
3. *Буянов, В. П.* Управление рисками (рискология) / В. П. Буянов, К. А. Кирсанов, Л. А. Михайлова. — М. : Экзамен, 2002. — 384 с.
Buyanov, V. P. Risk management (riskologiya) / V. P. Buyanov, K. A. Kirsanov, L. A. Mikhajlova. — Moscow : Examen, 2002. — 384 p.

Статья поступила в редакцию 11.01.2022 г.

УДК 336.76

S. Osmolovets
BSEU (Minsk)

THEORETICAL APPROACHES TO THE DEFINITION OF CRITERIA FOR AN EFFECTIVE FINANCIAL MARKET

The article is dedicated to the disclosure of theoretical approaches to determining the criteria for an effective financial market. Several approaches have been studied to the interpretation of the concept of financial market efficiency. The approach based on qualitative characteristics to identifying an effective financial market has been studied. On the methodology of behavioral economics based, it is determined that the activity of investors is a key factor determining the direction and intensity of capital allocation in the financial market. It is concluded that an effective financial market is understood as a system that has internal mecha-

nisms for involving investors in the process of capital accumulation, creating incentives for savings, ensuring interaction between the issuer and the investor regarding the redistribution of capital, providing conditions for trading liquid financial instruments.

Keywords: efficient market hypothesis; investor; information asymmetry; securities market; liquidity; savings behavior; transaction costs; transaction institution; financial intermediary; financial market.

С. С. Осмоловец

кандидат экономических наук, доцент
БГЭУ (Минск)

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ КРИТЕРИЕВ ЭФФЕКТИВНОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Статья посвящена раскрытию теоретических подходов к определению критериев эффективного финансового рынка. Изучены несколько подходов к трактовке понятия «эффективность финансового рынка». Изучен подход к выявлению эффективного финансового рынка на основе его качественных характеристик. На основе методологии поведенческой экономики определено, что деятельность инвесторов является ключевым фактором, определяющим направление и интенсивность распределения капитала на финансовом рынке. Сделан вывод о понимании эффективного финансового рынка как системы, имеющей внутренние механизмы вовлечения инвесторов в процесс аккумуляции капитала, создания стимулов для сбережений, обеспечения взаимодействия эмитента и инвестора по поводу перераспределения капитала, предоставления условий для торговли ликвидными финансовыми инструментами.

Ключевые слова: гипотеза эффективного финансового рынка; инвестор; информационная асимметрия; рынок ценных бумаг; ликвидность; сберегательное поведение; транзакционные издержки; транзакционный институт; финансовый посредник; финансовый рынок.

Положительное влияние степени развития финансового рынка на экономическое развитие было установлено достаточно давно. Первым на эту взаимосвязь указал Й. Шумпетер, отметив, что развитый банковский рынок удовлетворяет потребности экономики в кредите на конкурентной основе и тем самым способствует экономическому развитию [1, с. 226]. Однако до сих пор проблема определения эффективности финансового рынка не имеет однозначного понимания и решения. Впервые методология понятия «эффективность финансового рынка» была предложена Ю. Фама (1970) в гипотезе эффективного рынка, согласно которой рыночная цена актива отражает всю доступную информацию. Эффективность рынка, согласно данной гипотезе, определяется по степени отражения рыночной информации в цене финансового инструмента. Ю. Фама выделил три формы эффективности финансового рынка. На рынках слабой формы эффективности цены на финансовые активы отражают только историческую динамику цен, при средней — текущие цены отражают всю информацию, доступную участникам рынка, сильная — предполагает отражение в ценах не только общедоступной, но и закрытой информации. Последняя форма считается в экономической теории недостижимой, иначе участники рынка не получали бы дополнительного преимущества за счет обработки информации [2, р. 383–417]. Ю. Фама показал, что фондовому рынку присуща слабая и средняя формы эффективности, а получить доход выше средней рыночной ставки возможно: (1) с использованием инсайдерской и закрытой информации; (2) за счет снижения затрат на обработку и анализ информации [3, с. 163].

В дальнейших исследованиях С. Гроссман и Дж. Стиглиц (1980) пришли к выводу о невозможности существования эффективного рынка, поскольку платность информации противоречит возможности ее полного отражения в ценах финансовых активов [4, р. 405]. Выводы Дж. Стиглица имеют важное значение, поскольку только асимметрия информации позволяет инвесторам строить выигрышные стратегии. В условиях роста

объемов информации на финансовом рынке, появления «информационного шума»¹ повышается значение профессиональных финансовых посредников, имеющих ресурсы и возможности для качественной обработки информации.

При определении эффективности финансового рынка через его способность выполнять присущие ему функции возникает дискуссия о перечне последних. Многие исследователи выделяют в структуре функций финансового рынка общерыночную и специфическую (финансовую). К общерыночным относят ценовую, информационную, распределительную, к специфической — аккумуляционную, инвестиционную, накопительную, сберегательную [5, с. 141]. Ряд исследователей (например, Ф. Фабоцци, Д. С. Кидуэлл) выделяют распределение инвестируемых средств в инвестиционные проекты с высокой нормой прибыли, ценовую функцию, функцию организации торговли финансовыми инструментами (предоставление ликвидности), функцию снижения трансакционных издержек [6, с. 19; 7, с. 64].

Функция минимизации трансакционных издержек достаточно часто упоминается исследователями финансового рынка. Томас Хо отмечал, что только совершенным рынкам капитала не присущи трансакционные издержки [8, р. 22]. С одной стороны, финансовое посредничество относится к трансакционным институтам, специализирующимся на организации, упорядочивании, структуризации и воспроизводстве сделок с финансовыми активами. Двойственная природа финансового посредничества заключается в том, что организация трансакций посредниками должна способствовать минимизации трансакционных издержек, однако на практике прямые трансакции могут совершаться с меньшими издержками, чем с их участием [9, с. 41, 138]. Например, сделки с ценными бумагами при посредничестве брокера обходятся дороже, чем прямые сделки, что привело к появлению на зарубежных фондовых рынках квалифицированных инвесторов, имеющих возможность совершать сделки без посредника.

С другой стороны, современная инфраструктура финансового рынка способствует мгновенному движению капиталов с минимальными затратами, однако нельзя также исключать масштабы сделки. Часть трансакционных издержек в сделках постоянна и принимает высокие удельные значения для частных инвесторов при небольших трансакциях (комиссии банку, бирже, брокеру, депозитарию). Следовательно, развитому финансовому рынку присуще свойство управления трансакционными издержками за счет последовательного отбора финансовых посредников и регулирования объема сделок, что достигается насыщенностью рынка финансовыми посредниками и финансовыми инструментами.

Р. Мертон подробно описывает функции финансового рынка: перераспределение капитала, управление риском, клиринг и расчеты по сделкам, обеспечение механизма объединения финансовых средств для основания крупномасштабного предприятия или для разделения капитала крупных предприятий на паи среди большого количества собственников, решение проблемы морального риска и неблагоприятного отбора, с которым сталкиваются стороны в сделках, когда обладают асимметричной информацией либо если один из участников действует в качестве агента (комиссионера) от имени второго [10, с. 26]. Некоторые из этих функций (например, третья) присущи в чистом виде финансовым посредникам и финансовым институтам, осуществляющим рыночное регулирование.

Большинство экономистов рассматривают финансовый рынок как закрытую систему, которая трансформирует капитал с помощью финансовых посредников и направляет его к наиболее эффективным эмитентам. Однако капитал на финансовом рынке предоставляют розничные инвесторы, направляющие его в ценные бумаги, инструмен-

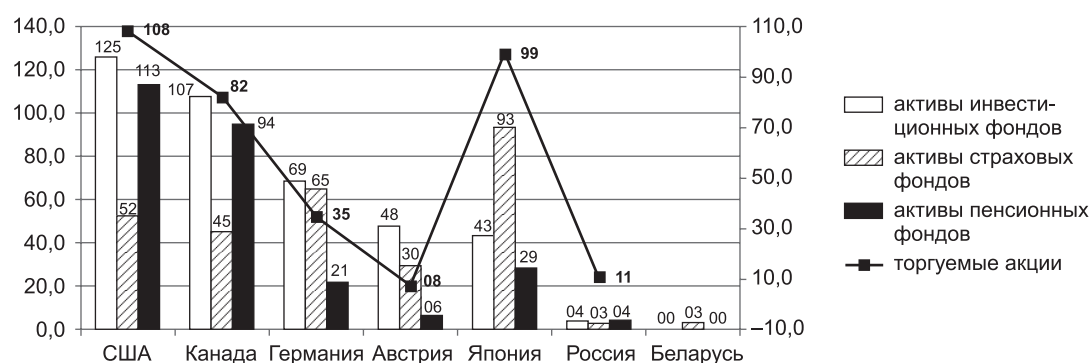
¹ Под термином «информационный шум» понимается совокупность потоков информации, не относящейся к оценке качества финансового инструмента, побуждающих инвесторов совершать сделки на рынке.

ты институциональных инвесторов. Парадигма рациональности поведения индивида, когда единственным его мотивом сбережения является необходимость извлечения максимального дохода из временно свободных накоплений, устарела и не позволяет объяснить аномальные ситуации на финансовых рынках, например массовый отток вкладов из банковской системы в периоды финансовых и политических кризисов, покупка инвесторами высокорисковых финансовых активов, участие граждан в финансовых пирамидах.

Исследования в теории поведенческой экономики подтверждают, что деятельность инвесторов на финансовом рынке во многом определяется индивидуальными факторами, характеризующими личность, психологическими особенностями, ограниченной способностью человека к восприятию и анализу информации, его субъективностью в принятии решений. В силу психологических особенностей люди совершают ошибки, связанные с индивидуальными мотивами, логикой принятия решений, накопленными знаниями [11, с. 237–238].

В рамках методологии теории поведенческих финансов предложен способ преодоления неопределенности поведения инвесторов на финансовом рынке посредством изучения побудительных мотивов принятия ими инвестиционных решений [12, с. 17]. Формирование (например, через инструменты государственного регулирования) побудительных мотивов к инвестированию будет способствовать возникновению у индивидов соответствующих ожиданий относительно целей и результата вложения средств.

Поэтому одним из определяющих факторов в функционировании финансового рынка следует назвать его способность к формированию стимулов у частных инвесторов к сбережению и накоплению капитала через институты, нормы и правила. Формирование сберегательного поведения индивидуальных инвесторов в странах с развитым финансовым рынком реализуется через систему государственного регулирования, гарантирующую защиту инвестиций в ценные бумаги и финансовые инструменты, обеспечение прав инвесторов, приобретаемых с ценными бумагами, в частности прав, связанных с владением акциями, накопление капитала посредством формирования системы стимулов к сбережениям. Например, на рисунке прослеживается прямая зависимость между показателями величины активов институциональных инвесторов и объема торгуемых акций: в странах с развитым финансовым рынком, имеющим инструменты коллективного инвестирования, облегчающие доступ частных инвесторов к инвестициям (США, Канада, Япония), отношение объема торгуемых акций к ВВП превышало в 2019 г. 82,3 %.



Активы институциональных инвесторов стран мира в 2019 г., % к ВВП

Источники: составлено автором на основе [13, 14].

Другим примером формирования сберегательного поведения является введение на фондовом рынке Российской Федерации в 2015 г. системы индивидуальных инвестиционных счетов, предоставляющей индивидуальным инвесторам, осуществляющим регулярную торговлю ценными бумагами, налоговые льготы. Результатом стал рост открытых брокерских счетов на Московской бирже с 2016 по 2020 гг. в 8 раз — с 1,1 млн до 8,8 млн, количество индивидуальных инвестиционных счетов увеличилось за тот же период с 0,2 млн до 3,5 млн, или в 17,5 раза [15]. Притоку частных инвесторов на фондовый рынок способствовало формирование Центральным банком Российской Федерации адекватных инфляционных ожиданий благодаря введению с 2015 г. на долгосрочный период режима инфляционного таргетирования с установлением цели по инфляции 4 % [16].

Важной функцией финансового рынка является предоставление ликвидности и многообразия финансовых инструментов. Ликвидность финансовых инструментов могут характеризовать такие показатели, как торговый биржевой оборот по отношению к объему биржевого товара, отношение спреда цен покупки и продажи биржевых активов по отношению к цене таких активов. Данные таблицы свидетельствуют о высокой положительной зависимости между ликвидностью финансовых инструментов, глубиной рынка и насыщенностью экономики деньгами и платежными средствами. Так, между коэффициентами монетизации и объема торгуемых акций (по отношению к ВВП) коэффициент корреляции составляет 0,73, между коэффициентами монетизации и оборачиваемости акций на внутреннем рынке также установлена достаточно высокая взаимосвязь: коэффициент корреляции — 0,56.

Коэффициент корреляции между показателями: коэффициент монетизации (по широкой денежной массе), коэффициент оборачиваемости акций на внутреннем рынке, отношение торгуемых акций к ВВП, рассчитанными по 46 странам и регионам мира за 2020 г., %

Показатель	K_m , %	K_o , %	T_a , %
K_m , %	1,00		
K_o , %	0,56	1,00	
T_a , %	0,73	0,86	1,00

Примечание: K_m — коэффициент монетизации (отношение широкой денежной массы к ВВП); K_o — коэффициент оборачиваемости акций (отношение торгуемых акций к их капитализации); T_a — объем торгуемых акций по отношению к ВВП.

Источники: разработано автором на основе [17].

Таким образом, важнейшей функцией финансового рынка является его способность к перераспределению капитала между отраслями экономики, что может быть реализовано любыми способами (через банковскую систему, рынок ценных бумаг, систему коллективного инвестирования), однако оптимальный эффект достигается при насыщенности рынка ликвидными финансовыми инструментами. Признание центральной роли инвесторов на финансовом рынке позволило сформулировать определение эффективного финансового рынка и присущие ему функции. Эффективный финансовый рынок — это совокупность экономических отношений между эмитентами, финансовыми посредниками и инвесторами по поводу перераспределения капитала с помощью ликвидных финансовых инструментов для финансирования инвестиций, формирования сбережений и управления финансовыми рисками. Эффективному финансовому рынку присущи функции: формирование стимулов к сбережению и накоплению капитала через инсти-

туты, нормы и правила; раскрытие информации о ценах на финансовые активы; обеспечение рынка финансовыми инструментами и финансовыми посредниками; ликвидность финансовых инструментов.

На основе методологии поведенческой экономической теории предложено определение эффективного финансового рынка как системы, имеющей внутренние механизмы вовлечения инвесторов в процесс аккумуляции капитала, создания стимулов для сбережений, обеспечения взаимодействия эмитента и инвестора по поводу перераспределения капитала, предоставления условий для торговли ликвидными финансовыми инструментами. Предложенное определение учитывает поведенческие факторы деятельности инвесторов (психологические особенности, ограниченность познания человека, зависимость поведения от накопленного опыта и знаний), обуславливающие процесс принятия ими решений по поводу накопления и сбережения капитала на финансовом рынке; определяет в условиях цифровизации финансового рынка значение роли информации о ценах и качестве финансовых активов как фактора, формирующего сберегательное поведение инвесторов; определяет значимость государственного регулирования институтов финансового рынка, способствующего имплементации в процесс инвестирования необходимых норм и правил для формирования у экономических субъектов соответствующих ожиданий и мотивов относительно результата сберегательного поведения.

Источники

1. Шумпетер, Й. А. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия / Й. А. Шумпетер ; пер. с нем. В. С. Антономова, М. С. Любского, А. Ю. Чепуренко ; пер. с англ. В. С. Антономова [и др.]. — М. : Эксмо, 2008. — 864 с.
2. Schumpeter, J. A. Economic development theory. Capitalism, socialism and democracy / J. A. Schumpeter ; transl. from Germ. V. S. Antonov, M. S. Lyubsky, A. Yu. Chepureno ; transl. from Engl. V. S. Antonov [et al.]. — Moscow : Eksmo, 2008. — 864 p.
3. Fama, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical / E. F. Fama // J. of Finance. — 1970. — Vol. 25, № 2. — P. 383–417.
4. Гельман, С. В. Сколько должны стоить финансовые активы? Нобелевские премии по экономике 2013 г / С. В. Гельман, К. Шпренгер // Экон. журн. Высш. шк. экономики. — 2014. — Т. 18, № 1. — С. 160–172.
5. Gelman, S. V. How much should financial assets be worth? Nobel Prizes in Economics 2013 / S. V. Gelman, K. Sprenger // The Higher School of Economics Econ. J. — 2014. — Vol. 18, № 1. — P. 160–172.
6. Grossman, S. J. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets / S. J. Grossman, J. E. Stiglitz // Amer. Econ. Rev. — 1980. — Vol. 70, № 3. — P. 393–408.
7. Булгаков, А. Л. Современные подходы к определению сущности и особенностям функционирования финансового рынка / А. Л. Булгаков, А. А. Ярошук // Вестн. Ун-та Рос. акад. образования. — 2015. — № 5. — С. 139–143.
8. Bulgakov, A. L. Modern approaches to the definition of the essence and features of the functioning of the financial market / A. L. Bulgakov, A. A. Yaroshchuk // Herald of the Univ. of the Russ. Acad. of Education. — 2015. — № 5. — P. 139–143.
9. Финансовые инструменты / под ред. Ф. Фабозци ; пер. с англ. Е. Л. Востриковой, Д. В. Ковалевского, М. Ю. Орлова. — М. : Эксмо, 2010. — 864 с.
10. Financial instruments / ed. by F. Fabozzi ; transl. from Engl. by E. L. Vostrikova, D. V. Kovalovsky, M. Yu. Orlov. — Moscow : Eksmo, 2010. — 864 p.
11. Кидуэлл, Д. С. Финансовые институты, рынки и деньги / Д. С. Кидуэлл, Р. Л. Петерсон, Д. У. Блэкуэлл. — СПб. : Питер, 2000. — 749 с.
12. Kidwell, D. S. Financial institutions, markets and money / D. S. Kidwell, R. L. Peterson, D. W. Blackwell. — St Petersburg : Piter, 2000. — 749 p.

8. Ho, Thomas S. Y. The Oxford guide to financial modeling: applications for capital markets, corporate finance, risk management and financial institutions / Thomas S. Y. Ho, Sang Bin Lee. — Oxford : Oxford Univ. Press. — 2004. — 735 p.

9. Корнева, С. С. Посредничество как транзакционный институт: содержание, тенденции развития : монография / С. С. Корнева, Т. Е. Степанова. — М. : Креативная экономика, 2008. — 160 с.

Korneva, S. S. Mediation as a transactional institution: content, development trends : monograph / S. S. Korneva, T. E. Stepanov. — Moscow : Creative Economy, 2008. — 160 p.

10. Bodie, Z. Financial Economics / Z. Bodie, R. C. Merton, D. L. Cleeton. — 2nd ed. — New Jearsey : Pearson Education, 2009. — 528 p.

11. Поведенческая экономика: современная парадигма экономического развития : монография / Т. А. Андреева [и др.] ; под ред. Г. П. Журавлёвой, Н. В. Манохной, В. В. Смагиной. — Тамбов : ТГУ им. Г. Р. Державина, 2016. — 340 с.

Behavioral economics: modern paradigm of economic development : monograph / T. A. Andreeva [et al.] ; ed. by G. P. Zhuravleva, N. V. Manokhina, V. V. Smagina. — Tambov : Derzhavin Tambov State Univ., 2016. — 340 p.

12. Миловидов, В. Управление рисками в условиях асимметрии информации: отличай отличимое / В. Миловидов // Мировая экономика и междунар. отношения. — 2015. — № 8. — С. 14–24.

Milovidov, V. Risk management in the context of information asymmetry: distinguish the distinguishable / V. Milovidov // World Economy and Intern. Relations. — 2015. — № 8. — P. 14–24.

13. Institutional Investors' Indicators [Electronic resource] // OECD. — Mode of access: <https://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=68271#>. — Date of access: 20.11.2021.

14. Основные показатели деятельности страховых организаций Республики Беларусь за 2019 год [Электронный ресурс] // Министерство финансов Республики Беларусь. — Режим доступа: <https://minfin.gov.by/supervision/stat/2019/itogi/73835df64d1d4a10.html>. — Дата доступа: 20.11.2021.

15. Годовые отчеты и Отчеты о сделках с заинтересованностью [Электронный ресурс] // Московская биржа. — Режим доступа: <https://www.moex.com/s1346>. — Дата доступа: 20.11.2021.

16. Годовой отчет Банка России за 2015 год [Электронный ресурс] // Центральный Банк Российской Федерации. — Режим доступа: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/7798/ar_2015.pdf. — Дата доступа: 29.11.2021.

17. Financial Sector [Electronic resource] // The World Bank. — Mode of access: <https://data.worldbank.org/indicator>. — Date of access: 20.11.2021.

Статья поступила в редакцию 06.12.2021 г.

УДК 339.727.24

E. Petrushkevich
BSEU (Minsk)

THE GLOBAL FACTORS OF INTERNATIONAL DIRECT INVESTMENT ACTIVATION DURING THE PANDEMIC

The article systematically examines the global factors of activation, deceleration and reformatting of international direct investment flows during the pandemic. The determinants of the negative impact on foreign direct investment (decline in economic growth, polarization of the world economy, etc.) and the factors of their activation (rapid economic recovery of the key countries in the world, liberalization of investment regimes and stimulation of foreign direct investment, etc.) have been highlighted. The agreement on decarbonizing the world economy and reduction of hyper-liberalization abuse will have a significant impact on reformatting the flows of international direct investment.

Keywords: International Direct Investment; Pandemic; Global Economy.