

---

---

## КРИТЕРИИ ЭФФЕКТИВНОСТИ РАЗВИТИЯ РЕГИОНАЛЬНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Середников Д.А.

*В статье определены методологические подходы к оценке эффективности регионального рынка ценных бумаг, предложен ряд практических подходов к количественной оценке его эффективности.*

Экономическое развитие РФ зависит от роста реального сектора экономики, налаживания рыночных механизмов финансирования инвестиционного процесса, поэтому при выборе варианта влияния регионального рынка ценных бумаг на экономику региона необходимо исходить из социально-экономической эффективности данного процесса. Таким образом, возникает проблема оценки эффективности рынка ценных бумаг как механизма привлечения инвестиций в развитие производства.

Отечественные исследователи при изучении проблем привлечения инвестиций посредством рынка ценных бумаг опираются на теории эффективности, созданные в основном американскими учеными на материалах американского рынка. Но необходимо отметить, что российский рынок ценных бумаг развивается с учетом национальных особенностей.

В западной экономической литературе можно выделить два основных подхода к рассмотрению проблемы эффективности рынка ценных бумаг. Первый – «...казино, где цены на акции не определяются никакими объективными экономическими причинами» [1]. Инвесторы просто пытаются угадать действия других инвесторов в отношении продажи тех или иных ценных бумаг в ближайшем будущем и не учитывают их инвестиционной стоимости, то есть перспективной оценки уровня цены на них и доходов по ним в будущем.

В настоящее время становится все больше приверженцев точки зрения Дж.М. Кейнса, который утверждал, что на рынке преобладает азартная игра и что «если смотреть на Уолл-стрит как на учреждение, имеющее своей социальной целью направлять новые инвестиции..., то его успехи никак нельзя назвать выдающимся триумфом капитализма» [2].

Решение проблемы эффективности института рынка ценных бумаг отчасти состоит в определении критериев эффективности. Отметим, что критерии, отражающие эффективность любого вида деятельности, занимают особое место в его характеристике, так как позволяют определить степень достижения поставленной цели. Они состоят из величин, измеряющих результат деятельности отраслей (инвесторов) на уровне экономики в целом. Принимая во внимание все доводы западных экономистов относительно эффективности рынка ценных бумаг, следовало бы прийти к компромиссу двух взглядов на данную проблему и говорить о степени эффективности рынка. Распространенной является классификация степеней эффективности рынка по отношению к определенной информации, представленная У.Шарпом, которая, достаточно органично сочетается с позицией приверженцев институционализма, определяющих эффективность относительно транзакционных издержек.

В трудах западных экономистов не приводится классификаций степеней эффективности рынка относительно соответствия цены и инвестиционной стоимости ценной

бумаги, с этой точки зрения определяется только абсолютно эффективный рынок. Причина этого заключается в том, что основой данного определения являются не только количественные характеристики, но и квалификация аналитиков, дающих перспективные оценки. Более того, курсы ценных бумаг на наиболее эффективных рынках оказываются не связанными с инвестиционной стоимостью.

В отечественных исследованиях эффективность рынка ценных бумаг не рассматривается как экономическая категория, соответственно не приводится ни качественных, ни количественных подходов к оценке эффективности региональных рынков. Нет самостоятельных исследований, посвященных этой теме. Поэтому обычно говорят не об эффективности рынка, а об эффективном рынке, который, в свою очередь, рассматривают как ключевой фактор формирования благоприятного инвестиционного климата в России, как институт, способный обеспечить приток инвестиций в реальный сектор экономики, препятствующий спекулятивным процессам. Кроме того, эффективный рынок рассматривается в современной отечественной литературе как рынок, на котором существует совершенная конкуренция, то есть предполагающий множественность продавцов, покупателей, информационную прозрачность и равноправие участников в доступе к информации. Последний подход к определению эффективного рынка полностью основан на западной теории эффективности, при этом он не предлагает подходов к оценке эффективности, даже основанных на той же теории.

Результаты анализа широкого спектра методов исследования фондового рынка (от методов традиционного экономического анализа до современного аппарата экономико-математического моделирования) показали, что наибольшее распространение имеет микроэкономический подход, то есть результат воздействия институтов рынка ценных бумаг на экономику чаще всего оценивается на основании показателей рентабельности отдельных участников рынка. Этот подход отражает интересы самих институтов рынка ценных бумаг, но недостаточен с позиций государственной политики.

В условиях трансформируемой экономики важно оценить, какую роль играет развитие потенциала институтов рынка ценных бумаг в создании условий экономического роста страны, округа, региона. С нашей точки зрения, в основу оценки эффективности развития регионального рынка ценных бумаг должны быть положены макроэкономические критерии. Однако в отличие от предыдущего подхода данный метод оценки представляет значительные методические трудности.

Анализ эффективности функционирования регионального рынка ценных бумаг и реального сектора экономики на уровне региона сопряжен с общей проблемой: для эффективного комплексного анализа требуются достоверные информационные базы данных. Все методы оценки рынка ценных бумаг опираются на информационную базу, от объективности которой зависит и объективность полученных результатов. С переходом к рынку существенно возросла необходимость объективно отразить полученный эффект и затраты на него, реально оценить рост или падение эффективности. Систематизация существующих подходов к проблеме оценки эффективности фондового рынка является методической основой для разработки собственной системы критериев эффективности рынка ценных бумаг на уровне региона. Данная система базируется, прежде всего, на основных положениях теории финансов, методах анализа рынка ценных бумаг и инвестиционных проектов с использованием коэффициентного, статистического, экономико-математического и других методов.

В рамках предложенного подхода к оценке эффективности рынка ценных бумаг

региона нами определена система критериев, адекватно отражающих влияние на уровень развития регионального рынка ценных бумаг и инвестиционный климат региона. По нашему мнению, при оценке регионального рынка ценных бумаг можно выделить две группы критериев, определяющих его эффективность:

- критерии, отражающие эффективность регионального рынка ценных бумаг с точки зрения его инвестиционного потенциала и уровня развития;
- критерии, отражающие эффективность инвестиционных вложений инвесторов на региональном рынке ценных бумаг и их социальную направленность.

К первой группе критериев отнесены основные характеристики развития регионального рынка ценных бумаг, влияющие на инвестиционный потенциал региона:

- 1) интеграция регионального рынка ценных бумаг в национальный рынок;**
- 2) потенциал регионального рынка ценных бумаг;**
- 3) эффективность инвестиций, направленных в региональную экономику.**

*Интеграция регионального рынка ценных бумаг в национальный рынок* имеет как положительные, так и отрицательные стороны. Положительные – связаны с привлечением средств инвесторов других регионов, то есть расширением рынков для региональных бумаг, отрицательные – с оттоком средств региональных инвесторов в другие регионы.

Основными конкурентами в привлечении инвестиционных ресурсов для региональных эмитентов являются эмитенты национального уровня, так как ликвидность их ценных бумаг значительно выше, то есть операции с ними осуществляются постоянно, что обеспечивает определенный уровень цен. По той же причине для ценных бумаг региональных эмитентов национального уровня проблемы конкуренции на региональном уровне не имеют особого значения.

Из этого следует, что эффективность интеграции регионального рынка ценных бумаг с точки зрения баланса денежных потоков, проходящих через него, зависит от соотношения суммы входящих и исходящих потоков:

$$KEN_i = \frac{\sum P_m}{\sum O_m}, \quad (1)$$

где  $KEN_i$  – коэффициент эффективности интеграции регионального рынка ценных бумаг в национальный рынок;

$P_m$  – приток денежных средств в региональную экономику через рынок ценных бумаг;

$O_m$  – отток денежных средств из региона посредством рынка ценных бумаг.

Соответственно, если  $KEN_i$  больше единицы, интеграцию регионального рынка в национальный можно назвать сравнительно эффективной.

Кроме того, можно утверждать, что, хотя данный коэффициент не определяет полностью эффективность регионального фондового рынка, так как является отражением одностороннего подхода, тем не менее, он достаточно точно её характеризует. Эффективность регионального рынка ценных бумаг, с одной стороны, зависит от эффективности национального рынка, с другой стороны, его эффективность определяется относительно эффективности других региональных рынков, как и национального в целом. Региональный рынок, интеграция которого в национальный рынок эффективна с точки зрения привлечения инвестиционных средств в региональную экономику, является относительно более эффективным, чем другие региональные рынки, так как способен привлекать средства инвесторов из других регионов.

Отметим, что потенциал развитого рынка ценных бумаг можно определить по соответствующему показателю капитализации, но методики его расчета для развивающегося регионального рынка не существует. Потенциал регионального рынка ценных бумаг можно определить как способность эмитентов региона привлекать в ценные бумаги средства инвесторов как напрямую, так и через сеть финансовых посредников.

Потенциал регионального рынка ценных бумаг тесно связан с экономическим потенциалом региона и находится в прямой зависимости от него, и чем больше соотношение потенциала регионального рынка ценных бумаг ( $Pem$ ) и потенциальных инвестиционных возможностей региона ( $Pir$ ) будет приближаться к единице, тем больше степень инвестиционной привлекательности региона и эффективнее функционирует рынок ценных бумаг:

$$KERR = \frac{Pem}{Pir}, \quad (2)$$

где  $KERR$  – коэффициент потенциала регионального рынка ценных бумаг;

$Pem$  – инвестиционный потенциал регионального рынка ценных бумаг;

$Pir$  – потенциальные инвестиционные возможности региона.

Для целей эффективности использования имеющихся в регионе ресурсов можно определить эффективность инвестиций, направленных в экономику региона, в том числе привлекаемых и через региональный рынок ценных бумаг, а для этого необходимо рассчитать частный индекс эффективности [3]. Такой расчет выполняется путем определения коэффициентов, характеризующих отставание одного региона от средней величины уровня эффективности по федеральному округу, исходя из целей государственного управления. Данный коэффициент рассчитывается по формуле:

$$EEF_i = \frac{KEF_r}{KEF_{mr}}, \quad (3)$$

где  $EEF_i$  – коэффициент эффективности инвестиций, направленных в региональную экономику;

$KEF_r$  – отношение инвестиций, направленных в экономику региона, к валовому региональному продукту;

$KEF_{mr}$  – суммарное отношение инвестиций в экономиках федерального округа к его валовому региональному продукту.

Далее рассмотрим эффективность инвестиционных вложений с позиций различных типов инвесторов, ресурсы которых направлены на региональный рынок ценных бумаг. Такую оценку нам позволит провести вторая группа критериев, в которую вошли такие показатели, как:

- 1) **эффективность инвестиций институциональных инвесторов;**
- 2) **эффективность инвестиций стратегических инвесторов;**
- 3) **эффективность инвестиций предприятий региона.**

Эффективность регионального рынка ценных бумаг рассматривается с точки зрения *институциональных инвесторов*, то есть инвесторов, заинтересованных, прежде всего, в динамике роста стоимости ценных бумаг и минимизации рисков. Их основная цель – получение дохода, который определяется как отношение дохода, полученного в качестве процентов, дивидендов, курсовой разницы (спекулятивного дохода), к трансакционным издержкам:

$$ERFRi = \frac{\sum I_i}{\sum IK_i} \quad (4)$$

где  $ERFRi$  – эффективность регионального рынка ценных бумаг с точки зрения инсти-

туционального инвестора;

$I_i$  – доход институционального инвестора, полученный им на ценные бумаги (спекулятивный доход) на региональном рынке ценных бумаг;

$TR_i$  – транзакционные издержки инвестора на региональном рынке ценных бумаг.

Эффективность регионального рынка ценных бумаг с точки зрения *стратегических инвесторов*, которые заинтересованы в управлении бизнесом, будет положительно отличаться на величину соотношения доходов, полученных от участия в управлении предприятием, и транзакционных издержек приобретения ценных бумаг на региональном рынке:

$$ERFR_{si} = \frac{\sum I_{si}}{\sum TR_i} + \frac{\sum I_m}{\sum TR_i}, \quad (5)$$

где  $ERFR_{si}$  – эффективность регионального рынка ценных бумаг для стратегического инвестора;

$I_{si}$  – доход стратегического инвестора, полученный им на ценные бумаги на региональном рынке ценных бумаг;

$I_m$  – доход стратегического инвестора, полученный от участия в управлении предприятием;

$TR_i$  – транзакционные издержки инвестора на региональном рынке ценных бумаг.

*Эффективность инвестиций предприятий* на региональном рынке ценных бумаг может быть рассмотрена с точки зрения оценки социально-экономического эффекта от развития рынка, что, по нашему мнению, является главным критерием формирования экономической политики в целом. Как уже говорилось ранее, одной из основных функций регионального рынка ценных бумаг является привлечение инвестиций посредством ценных бумаг в реальный сектор экономики, и мы считаем вполне правомочным говорить о социально-экономических результатах развития регионального рынка ценных бумаг. Определяя социально-экономический результат от развития регионального рынка ценных бумаг, следует учитывать, что этот результат значительно шире, но более размыт по сравнению с результатом, например, от внедрения новой техники или новых технологий. Широта результата связана с тем, что на рынке присутствуют как эмитенты ценных бумаг, привлекающие посредством их инвестиционные средства, так и инвесторы и посредники, получающие доход. Поэтому, социально-экономический результат от развития регионального фондового рынка, по нашему мнению, можно разделить на три основных направления:

- *эффект от использования предприятиями инвестиционных ресурсов ( $Uki$ ):* может быть представлен суммой результатов от внедрения новой техники и технологий, от реализации экологических программ и так далее. Эмитенты привлекают средства для расширения деятельности, реализации инвестиционных и социальных проектов и оказывает благоприятное воздействие на развитие экономики региона в целом;

- *эффект от вложения предприятиями средств в ценные бумаги ( $Ukiv$ ):* может быть определен в зависимости от использования полученных доходов, а именно, куда направляются полученные средства – на потребление или капитализацию. В первом случае речь идет о первичном социально-экономическом результате, выражающемся в повышении уровня жизни населения. Во втором случае речь идет о будущем результате. Здесь явно прослеживается как прямая, так и обратная взаимосвязь общего роста капитализации рынка ценных бумаг и роста уровня жизни населения;

- *эффект от развития инфраструктуры регионального рынка ( $Ukir$ ):* по на-

шему мнению, может быть отождествлен, как и результат экономический, с результатом от развития регионального рынка ценных бумаг в целом, поэтому вторичным результатом от развития инфраструктуры становятся результаты от вложения средств на фондовом рынке и результаты от развития реального сектора экономики региона. Первичным социально-экономическим результатом является создание новых рабочих мест в инфраструктуре рынка, что в свою очередь должно сказаться на повышении общего уровня жизни в регионе, демографической ситуации и миграции населения.

Сегодня как аксиома звучит утверждение о том, что именно человеческий капитал является одной из главных движущих сил экономического развития. В то же время, именно человек все чаще оказывается слабым звеном многих вызванных к жизни им же процессов, подвергается опасностям, порождаемым новыми процессами и технологиями. Это дает основание включить в качестве критериев эффективности стратегии развития рынка ценных бумаг блок социальной эффективности, чтобы оценить изменение благополучия и благосостояния населения региона.

Социально-экономический эффект инвестиций предприятий на региональном рынке ценных бумаг может быть представлен следующей формулой:

$$ERFR_{ksi} = \frac{Uki + Ukiv + Ukir}{TRi_n}, \quad (6)$$

где  $ERFR_{ksi}$  – социально-экономический эффект инвестиций предприятий региона;

$Uki$  – эффект от использования инвестиционных ресурсов предприятиями;

$Ukiv$  – эффект от вложения средств в ценные бумаги предприятиями;

$Ukir$  – эффект от развития инфраструктуры регионального рынка ценных бумаг;

$TRi_n$  – транзакционные издержки на внедрение новой техники, новых технологий, реализацию экологических программ на предприятии.

Эффективность регионального рынка ценных бумаг – это причинно обусловленный процесс, действующий объективно во всех сферах жизнедеятельности. Таким образом, оценка, выполненная посредством представленных критериев, имеет решающее значение при рассмотрении концептуальных и практических вопросов повышения эффективности развития инвестиционного потенциала региона, поскольку, во-первых, позволяет дать наглядную картину взаимного влияния развивающегося местного рынка ценных бумаг и экономики региона; во-вторых, способствует созданию привлекательного регионального рынка ценных бумаг для различных типов инвесторов с учетом современных потребностей экономики и изменяющейся экономической среды.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Фишер Ст., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. М.: Экономика. 1999. 353 с.
2. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Политиздат, 1948. 398 с.
3. Боткин О.И., Гараев М.М. Теоретические аспекты анализа эффективности развития экономики региона // Экономика региона. 2007. №4. С. 84-89.