Федорова, Елена Анатольевна. Финансовая интеграция фондовых рынков: теория, методология и инструментарий : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Федорова Елена Анатольевна; [Место защиты: Московский городской университет управления].- Москва, 2011.- 292 с.: ил.

**Содержание к диссертации**

Введение

**1. Развитие финансовых рынков под влиянием глобалнзацнонных процессов 13**

1.1. Характеристика и виды глобализационных процессов в мировой экономике 13

1.2. Финансовая глобализация и ее последствия для развивающихся стран 21

1.3. Влияние глобализации на развитие мировых финансовых рынков 33

1.4. Исследование особенностей развивающихсяфондовых рынков (emerging markets) 50

**2. Теоретические и методологические аспекты финансовой интеграции фондовых рынков .66**

2.1. Понятие и сущность финансовой интеграции фондовых рынков... 66-

2.2. Роль либерализационных процессов- в развитии финансовой интеграции 83

2.3. Теоретические подходы к анализу финансовых интеграционных процессов 98

2.4. Методологические основы оценки финансовой интеграции фондовых рынков 112

**3. Эконометрические методы оценки финансовой интеграции 121**

3.1. Разработка инструментария оценки финансовой интеграции фондовых рынков 121

3.2. Оценка финансовой интеграции российского фондового рынка 139-

3.3. Оценка финансовой.интеграции стран БРИК 159

4. Классические модели, используемые для оценки финансовой интеграции фондовых рынков 170

4.1. Модификации моделей САРМ и APT для оценки финансовой интеграции 170

4.2. Оценка финансовой интеграции развивающихся рынков 181

**5. Информационная эффективность фондовых рынков как отражение процессов финансовой интеграции 200**

5.1. Исследование информационной эффективности развивающихся рынков 200

5.2. Оценка информационной эффективности фондового рынка РФ и методы анализа движения к информационной эффективности 210

5.3. Календарные эффекты как проявление информационно-неэффективных фондовых рынков 217

**6. Влияние финансовой интеграции на волатилыюсть фондовых рынков в период кризиса 230**

6.1. Особенности протекания кризиса 2008 г. и его влияние на развивающиеся фондовые рынки 230

6.2. Оценка каналов распространения финансовых кризисов для развивающихся стран 243

6.3. Финансовые индикаторы кризисных ситуаций для российского фондового рынка 257

6.4. Прогнозирование волатильности фондового рынка 275

Заключение .294

Приложения 324

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования**. В настоящее время важнейшей составляющей развития как национальной, так и мировой экономической системы являются глобализационные процессы. Экономические и финансовые системы в мире становятся все более интегрированными благодаря быстрому расширению международной торговли товарами, услугами и финансовыми активами. Одновременно с усилением процессов экономической интеграции происходит увеличение уровня и темпов финансовой интеграции, в том числе и фондовых рынков.

Развитие процессов финансовой интеграции фондовых рынков в условиях глобализации обусловлено, прежде всего, либерализацией и дерегулированием их деятельности, то есть сокращением государственного вмешательства в их функционирование и устранением законодательных запретов и ограничений на трансграничное перемещение капиталов. Технологические новшества в электронных платежах и системах коммуникации существенно сократили возможности для арбитража между финансовыми центрами, тем самым способствуя большей международной мобильности капитала. Преимущества финансовой интеграции включают укрепление макроэкономической стабильности, эффективное распределение ресурсов, развитие предпринимательства и инноваций, а основным недостатком является то, что финансовая интеграция может являться одной из причин распространения финансовых кризисов.

Во время последнего финансового кризиса вслед за падением американского фондового рынка фондовый рынок РФ упал на 51,8%, негативные последствия отразились на всей экономике РФ. Таким образом, финансовая интеграция фондовых рынков является объективным процессом и её изучение необходимо не только на микроуровне (международного инвестора), но и макроуровне (органов государственного управления).

Дальнейшее усиление глобализации приведет к ещё большей интегрированности российской экономики в мировую экономику и к возрастанию актуальности изучения процессов финансовой интеграции для российского фондового рынка. Вместе с тем финансовая интеграция фондовых рынков по своим характеристикам и общему протеканию интеграционных процессов существенно отличается от других видов интеграционных процессов, что позволяет вынести теоретические и методологические аспекты финансовой интеграции фондовых рынков в отдельную область исследования.

**Степень научной разработанности темы исследования.** Интеграционные процессы в экономике достаточно давно привлекают внимание многих экономистов. Зарубежными учеными, исследующими интеграционные процессы для фондовых рынков, являются: Акерлоф Дж., Аллен Д., Бекарт Ж., Грэнджер К., Донелли P., Дуайер Дж., Ингл Р., Йохансен Р., Каминский Дж., Ким Е., Козе М., Лане П., Миллер А., Мун В., Розе А., Септон П., Спенс М., Стиглиц Дж., Тан Ж., Фама Е., Фишер К., Франкель Ж., Харви К., Харрисон Б., Чин М., Шарп У., Эдисон Х. и др.

Среди отечественных экономистов, внесших вклад в исследование интеграционных процессов в экономике, необходимо, прежде всего, отметить Бровко Н.В., Владимирову И.Г., Гапоненко В.Ф., Глухарева Л.И., Горловскую И.Г., Господарчука Г.Г., Дрогобыцкого А.И., Естегнеева В.Р., Зуева В.Н., Коха И.А., Крипчанкского Н.В., Лашко С.И., Либмана А.М., Лукасевича И.Я., Рубцова Б.Б., Рябышеву Ю.Ю., Салтыкова С.А., Сергееву И.Г., Слипенчук М.В., Стерлигову А.И., Ческидова Б.М., Яковленко Е.Г. и др.

Однако, несмотря на то, что в настоящее время в научной среде не ослабевает интерес к исследованию интеграционных процессов в экономике, проблематика финансовой интеграции фондовых рынков остается не разработанной. Наиболее слабым звеном в исследованиях является отсутствие комплексного подхода к анализу интеграционных процессов на фондовых рынках. Отсутствует устоявшаяся и общепринятая терминология, исследователи чаще всего уделяют внимание процессам финансовой интеграции и их последствиям для развитых фондовых рынков, тогда как развивающиеся фондовые рынки имеют специфические особенности. Вышеописанное обусловило постановку **научной проблемы**, решаемой в данной диссертации, которая заключается в развитии теории и методологии оценки финансовой интеграции фондовых рынков и выделении особенностей финансовой интеграции развивающихся фондовых рынков.

Таким образом, недостаточная разработка теории финансовой интеграции фондовых рынков обусловили актуальность темы исследования и необходимость ее методологического и практического развития, что предопределило цель, задачи и структуру работы.

**Цель диссертационного исследования** состоит в разработке совокупности концептуальных положений теории финансовой интеграции фондовых рынков, методологического аппарата и инструментария ее оценки.

Ход исследования и структуру диссертационной работы определили **поставленные задачи.**

1. Исследовать особенности протекания финансовой глобализации для развивающихся стран:

рассмотреть виды глобализационных процессов в мировой экономике;

выявить тенденции развития фондовых рынков под влиянием глобализационных процессов в экономике;

выделить особенности протекания финансовой глобализации для развивающихся стран;

выявить основные характеристики развивающихся фондовых рынков.

2. Систематизировать и развить основные положения теории финансовой интеграции фондовых рынков:

раскрыть содержание основных терминов теории финансовой интеграции фондовых рынков;

определить последствия либерализационных процессов в развитии финансовой интеграции для развивающихся фондовых рынков и изучить последствия этих процессов;

обобщить и систематизировать существующие теоретические концепции, объясняющие причины возникновения финансовой интеграции фондовых рынков;

произвести оценку финансовой интеграции стран БРИК (Бразилия, Индия, Китай, Россия) и выделить ее особенности;

определить влияние мировых финансовых кризисов на финансовую интеграцию фондовых рынков, выявить особенности финансового кризиса 2008 г.;

выявить каналы распространения финансовых кризисов для развивающихся рынков;

разработать индикаторы прогнозирования финансового кризиса;

3. Разработать методологический аппарат и инструментарий оценки финансовой интеграции фондовых рынков:

разработать методологический аппарат оценки финансовой интеграции фондовых рынков;

разработать количественные показатели оценки финансовой интеграции фондовых рынков и предложить методику их определения для развивающихся фондовых рынков;

предложить эконометрический инструментарий оценки для выявленных характеристик процесса финансовой интеграции фондовых рынков;

разработать эконометрическую модель, позволяющую оценивать наличие, направление и скорость финансовой интеграции в краткосрочном периоде;

выявить особенности применения классических моделей CAPM и APT для оценки финансовой интеграции развивающихся рынков;

сформулировать модель оценки отраслевой финансовой интеграции, основанную на модификации классической модели CAPM;

разработать методы оценки информационной эффективности фондового рынка и движения к информационной эффективности фондового рынка;

разработать методологический аппарат прогнозирования финансовых кризисов на основе моделей бинарного выбора.

**Предметом исследования** являются теория, методология и инструментарий финансовой интеграции для развитых и развивающихся стран. **Объектом исследования** являются фондовые рынки развитых и развивающихся стран.

**Методологические, теоретические и информационные основы исследования.** В процессе диссертационного исследования применялись: диалектический метод исследования экономических явлений и процессов, метод научной абстракции, системный подход к изучению рассматриваемых процессов, приемы анализа и синтеза. В процессе эмпирического исследования закономерностей поведения российского фондового рынка в целом и отдельных его сегментов использовался инструментарий корреляционно-регрессионного, дисперсионного анализа, эконометрического моделирования, имитационного моделирования.

Информационной базой исследования явились данные о рыночных ценах и иных характеристиках ценных бумаг, о значениях фондовых индексов, распространяемые российскими и зарубежными фондовыми биржами (РТС, ММВБ, NYSE), специализированными информационными агентствами и инвестиционными компаниями (Bloomberg, РБК, Финам, Cbonds), уполномоченными государственными органами (Банк России, Минфин РФ, ФСФР).

**Научная новизна выполненного исследования** заключается в том, что сформулированные в нем теоретические выводы и положения вносят значительный вклад в решение крупной научной проблемы – разработки теории и методологии финансовой интеграции фондовых рынков, позволяющих на практике оценить финансовую интеграцию российского фондового рынка.

**Научная новизна определяется следующими результатами, которые выносятся на защиту.**

По специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»:

1. обоснована и предложена модификация институционального подхода, которая включает добавление микроуровня в схему оценки последствий финансовой глобализации для развивающихся стран. Подход предполагает достижение косвенных преимуществ финансовой глобализации через инновации на уровне фирм. Предложены меры по снижению негативных последствий финансовой глобализации;
2. выделены тенденции развития мирового фондового рынка под влиянием глобализационных процессов в экономике: структурные изменения в капитализации, ведущая роль американского фондового рынка, одинаковое изменение всех основных показателей деятельности фондовых бирж, автоматизация и модернизация торговли, постоянное появление новых видов ценных бумаг, рост количества сделок на рынке производных финансовых инструментов, развитие секьюритизации;
3. научно-обоснованы основные характеристики развивающихся фондовых рынков: отсутствие или слабая степень информационной эффективности, отсутствие нормального и симметричного распределения доходности и цен активов, высокая доля инсайдерской торговли, невысокая капитализация фондового рынка по отношению к ВВП, высокая волатильность рынка, синхронность в движении цен акций;
4. сформулированы основные понятия теории финансовой интеграции фондовых рынков: раскрыто и обосновано содержание терминов «финансовая интеграция фондовых рынков», «финансово-интегрированные и финансово-сегментированные рынки», выявлены отличия протекания процессов финансовой интеграции от других интеграционных процессов в экономике, выделены основные характеристики процесса финансовой интеграции фондовых рынков, предложена классификация видов финансовой интеграции фондовых рынков;
5. проведена систематизация теорий (теория арбитражного ценообразования, закон единой цены, теория временной структуры процентных ставок, модели ценообразования активов на рынке капитала, поведенческие теории, гравитационная теория) и факторов (торговая интеграция, валютный рынок, финансовые кризисы, уровень информационной эффективности фондового рынка), объясняющих причины возникновения процессов финансовой интеграции фондовых рынков;
6. разработан интегральный критерий оценки финансовой интеграции фондовых рынков, базирующийся на показателях институционального уровня развития фондового рынка и либерализационных процессов;
7. доказано усиление финансовой интеграции развитых и развивающихся фондовых рынков в период финансовых кризисов, выявлены особенности финансовой интеграции для развивающихся рынков в период кризиса 2008 г.;
8. выявлены опережающие индикаторы кризиса: объем привлеченных банковских депозитов, уровень монетизации экономики, сальдо торгового баланса Российской Федерации, индекс реального эффективного курса рубля, динамика мировых цен на нефть.
9. дано обоснование применения индекса давления на финансовый рынок для оценки кризисной ситуации в экономике, доказано возрастание доли финансового канала при распространении финансовых кризисов для развивающихся стран.

По специальности 08.00.13 «Математические и инструментальные методы экономики»:

1. разработан эконометрический инструментарий оценки финансовой интеграции фондовых рынков для выделенных характеристик финансовой интеграции, включающий использование корреляционного анализа, коинтеграционного метода, теста причинности Грэйнджера, моделей векторной авторегрессии; определены оптимальные параметры полученных моделей оценки финансовой интеграции стран БРИК;
2. предложена эконометрическая модель оценки финансовой интеграции, базирующаяся на основе GARCH-моделирования, которая позволяет оценивать финансовую интеграцию в краткосрочном периоде и направление финансовой интеграции фондовых рынков; проведена оценка ее параметров для российского фондового рынка;
3. разработана модифицированная модель CAPM (Capital Asset Pricing Model), которую можно использовать для оценки отраслевой интеграции фондовых рынков и предложен алгоритм ее реализации;
4. предложена модель оценки информационной эффективности фондового рынка и модель оценки движения фондового рынка к информационной эффективности, проведена их апробация на примере российского фондового рынка;
5. обосновано использование пробит-моделирования для выявления кризисных индикаторов в экономике и определения каналов распространения финансовых кризисов;
6. разработана оптимальная модель прогнозирования волатильности фондового рынка для российского фондового рынка, базирующаяся на основе модификации GARCH-моделирования.

**Теоретическая значимость исследования заключается в развитии теории финансовой интеграции фондовых рынков**, а именно в систематизации и дополнении основных положений теории финансовой интеграции фондовых рынков и в разработке методологии оценки финансовой интеграции фондовых рынков.

**Практическая значимость исследования**. Полученные результаты, предложенные методологические подходы и методические разработки по оценке финансовой интеграции фондовых рынков могут быть использованы как частными инвесторами, так и профессиональными участниками рынка ценных бумаг, в том числе институтами коллективного инвестирования с целью международной диверсификации портфеля. Разработанные методологические подходы к оценке характеристик процесса финансовой интеграции фондовых рынков при регулярном использовании в портфельном менеджменте позволяют повысить эффективность портфельного инвестирования на кратко- и среднесрочных горизонтах. Выявление общих тенденций международных фондовых рынков даст возможность построить оптимальную стратегию для инвестора в долгосрочном периоде.

Оценка финансовой интеграции российского фондового рынка, предложенный методический аппарат прогнозирования финансовых кризисов и разработанные индикаторы прогнозирования кризиса могут использоваться органами государственного управления для выявления кризисных ситуаций в экономике и своевременного реагирования.

Работа выполнена в соответствии с паспортом специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» п. 1.11. «Особенности и экономические последствия финансовой глобализации», п. 6.1.«Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов», п. 6.2.«Определение форм и способов интеграции России, регионов и корпорация в мировой рынок ценных бумаг», а также в соответствии с паспортом специальности 08.00.13 «Математические и инструментальные методы экономики» п. 1.5. «Разработка и развитие математических методов и моделей глобальной экономики, межотраслевого, межрегионального и межстранового социально-экономического анализа, построение интегральных социально-экономических индикаторов» и п. 1.6. «Математический анализ и моделирование процессов в финансовом секторе экономики, развитие метода финансовой математики и актуарных расчетов». Паспорта научных специальностей ВАК.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Основные положения диссертации прошли научно-практическую апробацию и получили положительную оценку на международных и национальных конференциях и семинарах в 2008–2011 гг. Основные положения диссертации выполнены в рамках гранта Федерального агентства по образованию «Исследование и моделирование финансовых кризисов: глобальный аспект и специфика России».

Материалы диссертационного исследования используются в учебном процессе при преподавании дисциплин «Теория инвестиций», «Финансовые инвестиции», «Инвестиции», «Оценка рисков».

**Публикации.** Основное содержание диссертации и результаты исследования отражены в 44 публикациях, в том числе в трех авторских монографиях, 29 статьях в ведущих рецензируемых научных журналах из перечня рекомендованных ВАК Российской Федерации.

**Структура диссертации.** Структуризация работы обусловлена поставленными целью, задачами и логикой исследования. Диссертационное исследование состоит из введения, шести глав, 19 параграфов, заключения, библиографического списка. Диссертационная работа проиллюстрирована таблицами, рисунками, схемами, диаграммами, формулами.

Содержание

Введение

1. Развитие финансовых рынков под влиянием глобализационных процессов в экономике.

1.1. Характеристика и виды глобализационных процессов в мировой экономике.

1.2. Финансовая глобализация и ее последствия для развивающихся стран.

1.3. Влияние глобализационных процессов на развитие мировых финансовых рынков.

1.4. Исследование особенностей развивающихся фондовых рынков.

2. Теоретические и методологические аспекты финансовой интеграции фондовых рынков.

2.1. Понятие и сущность финансовой интеграции фондовых рынков.

2.2. Роль либерализации в развитии финансовой интеграции.

2.3. Теоретические подходы к анализу финансовых интеграционных процессов.

2.4. Методологические основы оценки финансовой интеграции фондовых рынков.

3. Эконометрические методы оценки финансовой интеграции.

3.1. Разработка инструментария оценки финансовой интеграции фондовых рынков.

3.2. Оценка финансовой интеграции стран БРИК.

4. Классические модели, используемые для оценки финансовой интеграции фондовых рынков.

4.1. Модификации моделей CAPM и APT для оценки финансовой интеграции.

4.2. Оценка финансовой интеграции развивающихся рынков.

5. Информационная эффективность фондовых рынков как отражение процессов финансовой интеграции.

5.1. Исследование информационной эффективности развивающихся рынков.

5.2. Оценка информационной эффективности фондового рынка РФ и методы анализа движения к информационной эффективности.

5.3. Календарные эффекты как проявление информационно неэффективных фондовых рынков.

6. Влияние финансовой интеграции на волатильность фондовых рынков в период кризиса.

6.1. Особенности протекания кризиса 2008 г. и его влияние на развивающиеся фондовые рынки.

6.2. Оценка каналов распространения финансовых кризисов для развивающихся стран.

6.3. Финансовые индикаторы кризисных ситуаций для российского фондового рынка.

6.4. Прогнозирование волатильности фондового рынка.

Список литературы

Приложение

## Финансовая глобализация и ее последствия для развивающихся стран

Национальные финансовые рынки, в том числе их фондовые сегменты, превращаются во вторичные, зависимые элементы глобализирующейся финансовой системы. Развитие национальных финансовых, в том числе фондовых рынков все в большей мере зависит от степени, форм и характера их интеграции, в глобализирующуюся финансовую систему.

Финансовая глобализация включает следующие составляющие [274]: глобальные финансовые рынки и рынки капиталов; которые стали средой функционирования субъектов финансовой глобализации. Этими субъектами соответственно являются: ТНК, ТНБ, финансовые корпорации, правительства и центральные банки отдельных государств, международные валютно-финансовые организации- и инвестиционные фонды; глобальные финансовые инструменты, которые выступают объектами купли-продажи. на глобальных финансовых рынках (деньги, инвестиции, кредиты, ценные бумаги, деривативы и др.); технологии финансовой глобализации, которые принимают формы. глобальных финансовых стратегий корпораций, международных электронных финансовых сетей, глобальной системы информационного обеспечения, финансовых инноваций и др; субъекты финансовой глобализации, решения и деятельность, которых влияют на мировые финансовые процессы: международные и региональные финансовые организации (группа Всемирного банка, Международный валютный фонд. Всемирная торговая организация. Банк международных расчетов, Европейский банк реконструкции и развития, Европейский валютный союз и др.); корпорации; институциональные инвесторы, включающие пенсионные и инвестиционные фонды; страховые компании; крупные финансовые центры (Нью-Йорк, Лондон, Париж, Франкфурт-на Майне, Токио и др.). Финансовая глобализация была очень важным аспектом процесса глобализации и получила значительное освещение в последние годы в различных научных трудах [105; 123; 180]. Международная финансовая глобализация основана на доступности иностранных инвестиций, что способствует большему притоку и оттоку иностранного капитала. Глобализация финансов- влияет на всю экономику в целом, поднимая вопросы, связанные не только с рынками финансового капитала, но и с государственной политикой. Учитывая легкость перемещения капитала-между странами и влияние, оказываемое таким- перемещением на национальные финансовые системы, а также тот факт, что финансы являются ключевым направлением глобализации, правительства государств должны принимать активные меры по противостоянию негативным проявлениям финансовой глобализации для отечественной экономики: Развитие в условиях финансовой глобализации обусловлено, прежде всего, либерализацией и дерегулированием финансовых рынков, то есть сокращением объемов государственного вмешательства- в деятельность на внутренних финансовых рынках и постоянным устранением законодательных запретов и ограничений на трансграничное перемещение капиталов. Развитие финансовой глобализации обеспечивается огромными ликвидными ресурсами, ищущими прибыльного приложения. В последних русскоязычных публикациях, посвященных тематике финансовой глобализации и интеграции, авторы рассматривают процессы финансовой глобализации через призму финансовой интеграции и указывают на ведущую роль либерализационных процессов. Э. Рустанов [293] пишет, что меры по либерализации движения- капиталов и рынков серьезно трансформировали международную финансовую систему: расширились рамки инвестиционной активности, повысилась международная мобильность капитала; усилились связи между участниками рынка, рынками и финансовыми системами; возросла эффективность международных рынков; ускорилась адаптация финансовых потоков и цен активов к изменению экономических условий; возросла сложность финансовых инструментов и торговых стратегий. Таким образом, глобализация — это противоречивый, но неизбежный процесс, имеющий как положительные, так и отрицательные стороны. Процессы глобализации находятся в фокусе внимания- экономических исследований практически всех школ и направлений. Их оценки истоков, проявлений последствий глобализаций мирового хозяйства, конечно, не совпадают. В рамках принятого подхода к понятию- «глобализация», в дальнейшем считаем, что финансовая глобализация — это новый качественный этап развития мировой финансовой системы, характеризующийся беспрецедентным ростом количества международных финансовых операций и их взаимозависимости, прежде всего с участием частного капитала, в условиях либерализации деятельности финансовых институтов и физических лиц на финансовых рынках, то есть одним из последствий процесса финансовой глобализации является усиление финансовой интеграции, в том числе и фондовых рынков. В последние годы во многих публикациях отмечаются новые моменты в изучении глобализации, прежде всего, возросшая роль в ней стран с развивающимися рынками. Например, М.Бишоп заявляет [44], что глобализация вступает в новую фазу, на которой страны с развивающимися рынками (прежде всего, страны БРИК - Бразилии, России, Индии, Китая) все более конкурируют с развитыми странами. Возрастание мировых финансовых потоков — одно из важнейших явлений в современной мировой экономике, однако целью дальнейшего нашего исследования является рассмотрение частного вопроса: влияния процесса финансовой глобализации на экономику развивающихся стран.

## Теоретические подходы к анализу финансовых интеграционных процессов

Становление фондового рынка является одной из наиболее актуальных проблем трансформации, поскольку он- относится к числу важнейших институтов рыночной экономики. Формирование фондового рынка как необходимого источника и механизма финансированияіинвестицийпризвано превратить его в существенный фактор, устойчивого, экономического роста, технического прогресса и повышения благосостояния общества. Эта стратегическая цель может быть достипгута только на. основе тесного взаимодействия государства и национального капитала. При- этом, как показал международный опыт, именно использование фондового рынка имеет, первостепенное значение для развития компаний; работающих в области высоких технологий. В то же время в условиях глобализации, когда развивающиеся страны все больше становятся итерированной частью мировой экономики, развитие их фондового рынка происходит под влиянием углубления связей с международной финансовой- сферой со всеми вытекающими.отсюда позитивными и негативными-последствиями. Рассмотрим историю становления развивающихся фондовых рынков под влиянием глобализационных процессов в экономике. В развивающихся странах вплоть до 1990-х гг. фондовые рынки играли небольшую роль: они способствовали накоплению небольших внутренних сбережений, создавая базовую инфраструктуру для привлечения капитала. Однако вскоре капитал для экономического развития прибыл из других источников. В 1950-х и 1960-х гг. доминирующей формой потоков капитала стала межгосударственная (stateo-slate) иностранная помощь индустриально развитых стран развивающимся странам, составляя 64% от всех международных потоков капитала в 1965 г.

В 1970-е гг. предоставление иностранными банками долгосрочных ссуд правительствам развивающихся стран резко увеличилось и стало почти соответствовать уровто иностранной помощи из государственных и других фондов. Однако предоставление ссуд банками резко закончилось в 1982 г., когда Мексика приостановила обслуживание внешнего долга и таким образом сообщила о начале долгового кризиса во всем развивающемся мире. Остальная часть 1980-х гг. в области экономического развития была названа «потерянным десятилетием», так как частные финансовые потоки в развивающиеся экономики были существенно ограничены.

В ответ на воспринятый на неудачу этого проекта развития (и особенно после кризиса долга в 1980-х гг.) новый проект глобализации базировался на рыночно-основанной стратегии национального экономического развития. В отличие от предыдущего, возлагающего надежды на официальную правительственную помощь или предоставление банковских займов странам, новая модель полагалась на частные инвестиционные потоки к частному сектору в развивающихся экономиках. МВФ и Мировой банк способствовали распространению этой модели как части программы «структурное регулирование» — реформы, проводимой в 1980-х гг. Первоначально портфельные инвестиционные потоки к странам с низким доходом были довольно несущественны. В конце 1980-х годов, однако, объем портфельных инвестиций в так называемые «развивающиеся рынки» стал уже достаточно заметным, поскольку инвесторы были привлечены поступающими доходами на капитал, доступными в экономиках соким ростом. К началу 1990-х гг. портфельные инвестиции стали резко расти, и до настоящего времени акции предприятий из развивающихся стран остаются основным элементом в портфеле инвесторов из экономически развитых стран.

Термин «развивающиеся рынки» (англ. emerging markets) обычно используется для описания фондовых рынков- стран с развивающейся экономикой. Существуют разные трактовки этого термина..В общем случае участники финансовых рынков определяются как развивающиеся рынки (emergine markets), если они относительно недавно образованы- [38]. Другой подход заключается в том, что под «развивающимися рынками» понимают страны, предпринимающие усилия для изменения и улучшения их экономик с целью достижения уровня развития «индустриально развитых» стран. В связи с этим динамика цен на акции этих стран отражает не только успехи того или иного- отдельного бизнеса, но и в целом успехи страны по продвижению своей экономики в разряд «индустриально развитой» [124].

Международная финансовая корпорация (International Finance Corporation) определяет развивающиеся рынки как рынки, которые отвечают двум критериям; находятся в стране с низким или средним уровнем дохода на дуигу населения и их инвестиционная рыночная капитализация низка по отношению к показателю ВВП. При этом, статус развивающихся рынков присвоен тем странам, где отношение рыночной капитализации к ВВП соответствует уровню развитого рынка три года подряд. Также одним из условий определения развивающихся рынков является условие отсутствия ограничений (правовых и институциональных) вложений портфельных инвестиций в развитые рынки.

В 1996 г. МФК представила новую категорию «пограничные рынки», которые стремятся быть развивающимися рынками - это те биржи, по которым уровень торгов невысок и ликвидность ценных бумаг является кой, при увеличении этих показателей рынок может быть отнесен .

## Модификации моделей САРМ и APT для оценки финансовой интеграции

Поскольку фондовые рынки в развивающихся экономиках возникали практически на пустом месте, основными действующими лицами на них неизбежно оказывались агенты, имеющие непосредственное отношение к выпуску акций и облигаций, — инсайдеры. Преобладание инсайдерской торговли на- российском рынке может быть связано с высокими транзакционными издержками сделок и сравнительно небольшим числом зарегистрированных компаний.

Преобладание инсайдерской торговли связано также с высокими корпоративными рисками. Многие исследователи подчеркивают высокий. уровень этих рисков на российском рынке. Ущемляются права миноритарных акционеров. - ограничиваются их права на доходы, возможность участия в-управлении фирмой, сокращаются дивиденды или их выплаты.прекращаются на неопределенный срок. К этому следует добавить избрание советов директоров без участия представителей миноритарных акционеров; действия менеджеров по уводу активов компаний- в другие подразделения, распыление средств фирмы.

Если доля инсайдеров- чрезмерно велика, колебания цен не так сильны, и- рынок не так резко реагирует на новости о компании. По мере эволюции развивающегося фондового рынка его участники приобретают все больший торговый и аналитический опыт, увеличивается прозрачность рынка. Когда новые ценные бумаги в большом масштабе оборачиваются на бирже, ликвидность рынка увеличивается. Все это приводит к размыванию доли инсайдеров. Как следствие, значимость приватной информации падает, и развивающийся фондовый.рынок все в большей степени приобретает черты традиционного финансового института.

Любые операции на- фондовом рынке всегда содержат определенный элемент риска. В самом общем случае под риском понимают вероятность отклонения- развития событий на фондовом рынке от ожидаемого под действием различных факторов. В более узком смысле под риском понимают неоднозначную определенность получения дохода или иных результатов деятельности на рынке ценных бумаг.

По общепринятому мнению, российский рынок ценных бумаг является носителем одного из самых высоких в мире значений рыночного риска. Основная мера риска рыночного финансового инструмента — волатильность.

На динамику фондового индекса ежедневно оказывают влияние биржевые сделки по купле-продаже различных финансовых инструментов. Вследствие соотношения спроса и предложения на конкретные фондовые активы меняются рыночные цены. Волатильность показывает изменение доходности финансового инструмента и отражает уровень колебаний доходности, то есть меру риска. Высокий уровень волатильности означает, что доходность варьируется в широком диапазоне. Низкий уровень волатильности говорит о том, что доходность фондового актива не подвержена серьезным изменениям. Таким образом, активы, имеющие более низкий уровень волатильности, являются менее рискованными, чем активы с высоким уровнем волатильности.

Как правило, рост волатильности рыночного индекса ассоциируется с падением цен на входящие в него акции. Однако увеличение волатильности можег провоцироваться также и растущим рынком. Хотя- справедливости ради надо заметить, что скачок волатильности, сопровождающийся ростом цен явление гораздо менее распространенное.

При отслеживании волатильности фондового индекса или отдельного фондового актива можно выделить периоды с невысокой волатильностью, характеризующиеся спокойной торговлей, и периоды агрессивной торговли с высокими показателями волатильности. Наличие высокой волатильности, как правило, свидетельствует о том, что на рынок максимальное воздействие оказывают эмоции инвесторов. Это становится причиной резких скачков цены актива или всего рынка в целом и, соответственно, провоцирует увеличение уровня волатильности. В частности, рост волатильности оисходит при появлении какой-либо значимой информации. При этом чем ее и неожиданнее информация, тем большее влияние испытывают цены на рынке и тем существеннее оказывается скачок волатильности. Коэффициент вариации, характеризующий меру риска, является статистической мерой изменчивости. Каждый фондовый актив, будь то акция, финансовый инструмент или индекс, имеет свой уровень волатильности, меняющийся с течением времени. Высокий уровень волатильности характеризует широкую амплитуду ебаний цены инструмента. Однако, несмотря на то, что волатильность еняется с течением времени, для каждого актива существует свой собственный средний уровень волатильности, вокруг которого и колеблется его цена. Для определения данного уровня необходимо проводить сравнение данных волатильности за различные периоды. Это позволит выяснить, растет или падает волатильность за последнее время. В исследовании Умутлу и др. [261] произведена оценка разных уровней волатильности фондовых рынков развивающихся стран. Результаты. исследования представлены.в табл. 12. Высокая- волатильность динамики российских фондовых индексов отражает значительные системные риски: российской экономики, в первую-очередь. непоследовательность в области политики, недостаточную эффективность и непредсказуемость действий регуляторов экономики. Для российского рынка характерна весомая спекулятивная составляющая в динамике цен акций и биржевых индексов: Это проявляется втом; что участники рынка остро и активно реагируют на события, которые по фундаментальным и техническим показателям не относятся- к числу реально значимых. Они не могут быть причиной продолжительных ценовых изменений, а способны оказывать резкое и краткосрочное воздействие на цены финансовых инструментов, после чего они возвращаются к первоначальным значениям. ВС то- же время инвесторы в развитых странах могут быть заинтересованы в дальнейшей диверсификации своего портфеля. Дело в том, что многие ценные бумаги, фигурирующие на развивающихся фондовых рынках, характеризуются высокой доходностью и высоким риском.

## Оценка информационной эффективности фондового рынка РФ и методы анализа движения к информационной эффективности

Все виды финансовой интеграции должны иметь место, то есть инвестор на совершенном рынке может выбрать наиболее оптимальную инвестиционную стратегию. Это определение связано с именем Стокмана-(1988) [256], оно утверждает, что финансовая интеграция совершенна, если. существует полный набор международных финансовых рынков; что позволяет участникам экономических и финансовых рынков застраховаться от возможных изменений (шоков).

Финансовая интеграция фондовых рынков имеет тенденцию усиления с течением времени, последствия усиления финансовой интеграции могут быть следующими [230]: во-первых, привлекательность международной-диверсификации портфеля будет слабеть по-мере выравнивания; доходов в разных странах. Во-вторых, чем более финансово-интегрировалными будут мировые рынки капитала; тем- более интегрированными будут экономики отдельных государств. В-третьих, доходность домашних хозяйств будет изменяться, с течением времени. Первые два элемента могут оказать положительное влияние на- экономический рост, а влияние последнего еще неопределенно.

Международная диверсификация портфеля является оправданным только при наличии- прибыли от нее.. С повышением международной финансовой интеграции фондовых рынков преимущества диверсификации будут сокращаться, по мере того, как корреляциябудет становиться-все более позитивной и сильной. Эта концепция хорошо известна, она была смоделирована в начале XXI в. Гетманом [130], который выявил несколько важных фактов для финансовой интеграции, используя более чем 150-летнюю историю рынка капитала.

Существуют периоды, когда преимущества диверсификации очевидны (с низкой корреляцией между международными показателями), и периоды, сложные с точки зрения международного инвестирования в области диверсификации. Это, как правило, периоды войны и значительной международной напряженности. 2. Периоды, которые имеют высокую корреляцию (и тем самым низкую пользу от диверсификации), например на рубеже XIX и XX вв., в годы Великой Депрессии и в конце XX в., это те периоды, когда рынки имеют в целом медвежьи тенденции. 3. Польза от диверсификации непостоянна и может быть наименее доступна, когда она наиболее необходима. Как уже отмечалось, основной причиной возникновения финансовой интеграции развивающихся фондовых рынков являются либерализациопные процессы. В следующем разделе мы рассмотрим роль и место либерализационных процессов в финансовой интеграции фондовых рынков. Развитие в условиях финансовой глобализации обусловлено прежде всего либерализацией и дерегулированием финансовых рынков, то есть сокращением объемов государственного вмешательства в деятельность на внутренних финансовых рынках и постоянным устранением законодательных запретов и ограничений на трансграничное перемещение капиталов. Развитие финансовой глобализации обеспечивается ликвидными ресурсами, ищущими прибыльного приложения. Ключевой компонент либерализации политики - разрешение иностранным инвесторам на внутренние инвестиции в ценные бумаги и позволить отечественным нвесторам покупать иностранные ценные бумаги. Как известно, основные развивающиеся страны осуществили либерализацию своих рынков капитала в конце 1980-х и начале 1990-х гг. и заложили основу рыночной экономики. В современной литературе часто ссылаются на внутреннюю финансовую либерализацию [31;83], которая может включать реформы банковского сектора или даже приватизацию. Однако мы определяем финансовую либерализацию в более узком смысле: в дальнейшем под финансовой либерализацией для фондовых рынков подразумевается ситуация на фондовом рынке, когда иностранные инвесторы могут, без ограничений, покупать или продавать внутренние ценные бумаги. Кроме того, отечественные инвесторы могут купить, или продать иностранные ценные бумаги. Открытие новых рынков-для портфельных инвестиций и дальнейшее снижение барьеров для иностранных инвестиций способствует финансовой интеграции фондовых рынков развивающихся стран.. С одной стороны, инвестиционные портфели, инвестиции в акционерный- капитал на развивающихся рынках внимательно отслеживаются участниками отечественных финансовых рынков и международных инвесторов, так как они имеют решающее значение для понимания процессов финансовой интеграции в странах с развивающимися рынками. С другой стороны, очень мало известно об их совместном поведении после того, как принимаются меры по финансовой либерализации фондовых рынков..

Финансовая либерализация — постепенный процесс, который может быть длительным и обратимым. Данная тема исследования актуальна и на настоящий момент, несмотря на завершение процесса либерализации на многих развивающихся рывках. Так, иностранные инвесторы могут все еще столкнуться с объективными барьерами при инвестировании в экономику развивающихся рынков даже при желании инвестирования. Например, все еще существуют препятствия для иностранных инвесторов на китайском рынке, которые стремятся напрямую купить и продать за юани акции ("А" акции) на основных китайских фондовых биржах, хотя страна запустила.