

На правах рукописи



Козловцева Ольга Петровна

**ИНТЕГРАЦИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА
В МИРОВОЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ**

Специальности: 08.00.14 – мировая экономика

08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Ростов-на-Дону – 2013

Работа выполнена в ФГБОУ ВПО «Ростовский государственный экономический университет (РИНХ)».

Научный руководитель: **Алифанова Елена Николаевна**
доктор экономических наук, профессор,
зав. кафедрой «Международные экономические
отношения» ФГБОУ ВПО «Ростовский
государственный экономический университет
(РИНХ)»

Официальные оппоненты: **Ишханов Александр Владимирович**
доктор экономических наук, профессор
кафедры «Мировая экономика и менеджмент»
ФГБОУ ВПО «Кубанский государственный
университет»

Золотарев Владимир Семенович
доктор экономических наук, профессор
кафедры «Финансовый менеджмент»
ФГБОУ ВПО «Ростовский государственный
экономический университет (РИНХ)»

Ведущая организация: **ФГАОУ ВПО «Волгоградский
государственный университет»**

Защита состоится 4 декабря 2013 г. в 11⁰⁰ часов на заседании объединенного диссертационного совета ДМ.212.209.04 по экономическим наукам на базе Ростовского государственного экономического университета (РИНХ) по адресу: 344002, г. Ростов-на-Дону, ул. Б. Садовая, 69, ауд. 231.

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке Ростовского государственного экономического университета (РИНХ) (г. Ростов-на-Дону, ул. Б. Садовая, 69, ауд. 315). Автореферат размещен на официальном сайте Высшей аттестационной комиссии Министерства образования и науки Российской Федерации <http://www.vak.ed.gov.ru>, а также на официальном сайте РГЭУ (РИНХ) www.rsue.ru в разделе «Защита диссертаций».

Отзывы на автореферат в 2-х экземплярах, заверенные печатью, просим направлять по адресу: 344002, г. Ростов-на-Дону, ул. Б. Садовая, 69, ауд. 321, объединенный диссертационный совет ДМ.212.209.04 по экономическим наукам.

Автореферат разослан 1 ноября 2013 г.

**Ученый секретарь
диссертационного совета
д.э.н., профессор**



Е.С. Аكوпова

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Глобализация распространилась во все сферы жизни общества, позволяя одним субъектам становиться активными создателями взаимосвязей в мировой экономике, другим – лишь подстраиваться под влияние мировых тенденций. В экономическом аспекте субъектами являются не только транснациональные компании, банковские группы, но и целые объединения государств.

Различные формы глобализации меняют не только мировую архитектуру, закономерности развития мировых рынков и приоритеты регулирования, но и тенденции развития и механизмы взаимодействия государств.

Интеграция – это явление, проявляющееся во всех сегментах мировой экономики, в том числе на финансовом рынке. Фондовый рынок, или рынок ценных бумаг (в данном исследовании эти понятия используются как синонимы) как часть финансового выполняет функции аккумуляции и перераспределения капитала, перераспределения прав собственности, которые в контексте интеграции приобретают больший масштаб, скорость, интенсивность, более обширную географию, что способствует глобальной мобильности ресурсов, снижению транзакционных издержек. В то же время фондовому рынку присущи функции перераспределения риска и предоставления спекулятивных возможностей участникам, что в условиях финансового кризиса одной из взаимосвязанных стран влияет на глобальную устойчивость.

В связи с этим мировой опыт свидетельствует о том, что высокая степень интеграции национальных фондовых рынков в мировой рынок ценных бумаг становится фактором увеличения роли национальных фондовых рынков в мировом экономическом пространстве.

В настоящее время тенденции развития мирового рынка ценных бумаг оказывают значительное влияние на российский фондовый рынок. Российский фондовый рынок за сравнительно недолгий период своего существования пережил и времена бурного подъема, и кризисные периоды, причем последние связаны, в основном, с ухудшением адаптационных возможностей российского фондового рынка ко внешним негативным факторам.

Превращение российского фондового рынка в активного участника мировой финансовой системы возможно при высокой степени интеграции в мировой

рынок ценных бумаг и вкуче со структурными преобразованиями в контексте тенденций развития мирового фондового рынка.

Таким образом, исследование приоритетов дальнейшего развития мирового фондового рынка необходимо проводить с учетом выявления степени интеграции в него структурных элементов – национальных фондовых рынков и особенностей их развития, что обуславливает актуальность темы данного исследования.

Степень разработанности проблемы. Анализ интеграционных процессов в мировой экономике представлен во многих работах зарубежных и российских ученых. Развитие мировой экономики в условиях глобализации является одним из приоритетных направлений научных исследований, что нашло отражение в работах таких ученых, как: Айзенман Дж., Гидденс Э., Мензи Д. Ито, Стиглиц Д., Томпсон Дж.

Зарубежными учеными, сосредоточившими внимание на исследовании интеграционных процессов на мировом рынке, являются: Бенетрикс А.С., Вальти С., Гольдблатт Д., Коуз М. Э., Макгрю Э., Парк Ю.С., Перратор Д., Прасад И., Пунгулеску К., Рогофф К., Хелд Д.

В российской экономической литературе исследование тенденций развития мировой экономики получило развитие в работах Акоповой Е.С., Басенко А.М., Вовченко Н.Г., Гельвановского М.И., Ефременко И.Н., Иншаковой Е.И., Ишханова А.В., Кузнецова Н.Г., Самофалова В.И., Смыслова Д.Г., Таранова П.В., Шишкова Ю.В.

Исследованию интеграционных процессов на мировом фондовом рынке посвящены работы ряда отечественных ученых: Алифановой Е.Н., Золотарева В.С., Миркина Я.М., Рубцова Б.Б., Юдиной И.Н., Федоровой Е.А.

Значительный вклад ученых состоит также в исследовании теоретических и практических вопросов влияния интеграционных процессов на экономический рост стран, определения индикаторов оценки степени интеграции фондовых рынков, изучения региональной интеграции нескольких фондовых рынков. Однако влияние мировых интеграционных процессов на фондовые рынки исследовалось либо в контексте задач регулирования финансового рынка (а именно: задач повышения конкурентоспособности, привлечения инвестиций на фондовый рынок), либо в аспекте взаимоотношений страны с отдельными странами или группой стран. Вместе с тем задачи обобщения, анализа и оценки

интеграции национальных фондовых рынков в мировой, выявления доминант развития и координации регулирования данного процесса на мировом фондовом рынке остаются открытыми. Поэтому вопросы научного обоснования, обобщения теоретических подходов, разработки методического каркаса исследования интеграции национальных фондовых рынков в мировой рынок ценных бумаг актуальны, что обуславливает необходимость раскрытия темы диссертационного исследования.

Целью диссертационной работы является научное обоснование и разработка теоретических и методических положений по определению степени и особенностей интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг и формирование на этой основе комплекса мер регулирования российского фондового рынка в контексте его интеграции в мировой рынок ценных бумаг.

Достижение поставленной цели предусматривает решение следующих **задач**:

- обобщить теоретические подходы к определению сущности и охарактеризовать дескриптивную модель интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг;
- разработать схему анализа интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг на основе дескриптивной модели в разрезе форм интеграции: открытости, вовлеченности, финансовой интеграции;
- сформировать систему показателей для оценки степени интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг по направлениям анализа;
- провести оценку степени интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг по сформированной системе показателей;
- определить исторические этапы интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг;
- охарактеризовать тенденции развития мирового фондового рынка и выявить их проявление на российском рынке ценных бумаг в условиях глобализации;
- проанализировать приоритетные направления регулирования российского фондового рынка в условиях его интеграции в мировой рынок ценных бумаг.

Объектом исследования является мировой фондовый рынок и его структурный элемент (российский фондовый рынок) в условиях развития интеграционных процессов.

Предметом исследования являются организационно-экономические отношения, складывающиеся в процессе интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг.

Область исследования. Диссертационная работа выполнена в рамках Паспорта научной специальности ВАК 08.00.14 – мировая экономика, п. 14 «Мировой фондовый рынок, его механизмы и роль в развитии отдельных стран и мирового хозяйства в целом. Интернационализация деятельности фондовых бирж», п. 28 «Пути и формы интеграции России в систему мирохозяйственных связей. Особенности внешнеэкономической деятельности на уровне предприятий, отраслей и регионов» и 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит, п. 6.2 «Определение форм и способов интеграции России, регионов и корпораций в мировой рынок ценных бумаг».

Теоретико-методическую основу диссертационной работы составляют теории интеграции и экономической глобализации, раскрывающие механизм функционирования мирового фондового рынка и его структурных элементов – национальных фондовых рынков, научные работы зарубежных и российских авторов по мировой экономике, мировым финансовым рынкам, институциональной теории, а также научно-прикладные исследования по проблемам интеграции фондовых рынков.

Инструментарно-методический аппарат исследования основан на использовании общенаучных, общеэкономических и специальных методов изучения интеграционных процессов, в числе которых: методы статистического, комплексного, сравнительного анализа, методы сопоставления, графической интерпретации, группировки и обобщения теоретических и статистических данных, приемы анализа и синтеза.

Информационно-эмпирическая база исследования. Анализ макроэкономических показателей основан на статистических данных Международного Валютного Фонда (МВФ), Группы Всемирного Банка, Всемирной Федерации Бирж, Федеральной службы государственной статистики (Росстата), Московской биржи, информационных агентств Bloomberg, Сbonds; использованы аналитические обзоры инвестиционных компаний «Атон», «Финам», «Сбербанк

КИБ», а также материалы, подготовленные специалистами Института экономики переходного периода, НАУФОР и других организаций. В работе использованы материалы, опубликованные в российских и зарубежных журналах, по результатам конференций, круглых столов, а также информация, размещенная на сайтах в сети Интернет.

Нормативно-правовую базу исследования составляют нормативно-правовые акты международного уровня: международные договоры и соглашения, программные документы по развитию национальных фондовых рынков в структуре мирового рынка ценных бумаг, а также федеральные законы и подзаконные акты Российской Федерации, концепции и стратегии развития российского фондового рынка в условиях глобализации.

Рабочая гипотеза диссертационного исследования исходит из научной позиции автора, согласно которой роль страны в мировой экономике находится во взаимосвязи со степенью интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг. Исходя из этого положения, увеличение степени интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг является одним из факторов усиления роли экономики России в мировой экономике. При этом степень интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг может быть оценена в разрезе таких форм интеграции, как: открытость, вовлеченность, финансовая интеграция на основе системы показателей. Такой подход позволяет оценить особенности интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг и выявить приоритеты регулирования национального фондового рынка.

Научная новизна исследования заключается в относительно новом организационно-экономическом ракурсе исследования процесса интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг, предполагающем комплексный анализ на основе обобщения, систематизации и дополнения существующих методик исследования; а также в полученных результатах оценки степени интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг и сформированном на основе результатов оценки комплексе мер регулирования российского фондового рынка в контексте его интеграции в мировой рынок ценных бумаг.

Исследование содержит следующие элементы научной новизны.

По специальности 08.00.14 – мировая экономика

1. Разработана дескриптивная модель интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг с учетом механизма процесса интеграции, включающего формирование условий, реализацию, наступление последствий. Дескриптивная модель включает формы интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг: открытость, вовлеченность, финансовую интеграцию, которые проявляются соответственно в следующих способах интеграции: гармонизации норм и правил, трансграничном движении финансовых потоков, сближении стоимости и доходности аналогичных финансовых активов. Это позволяет уточнить содержание понятия интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг в институциональном, организационном, финансово-экономическом аспекте.

2. Разработана схема анализа интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг в разрезе форм интеграции: открытости (по критериям уровня регулирования, анализа ограничений), вовлеченности (по критериям охвата деятельности институтов, видов финансовых инструментов, характера развития), финансовой интеграции (по критериям уровня развития фондовых рынков, вида финансовых инструментов, по статусу и отрасли эмитента ценных бумаг). Данный подход позволил сформировать методическую основу для комплексного анализа интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг.

3. Систематизированы показатели оценки степени интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг в разрезе ее форм, а именно: открытости (показатель применения международных стандартов, индекс открытости счета капитала), вовлеченности (объемы трансграничных потоков капитала, объемы привлечения средств по видам международных финансовых инструментов и резидентства участников фондового рынка, использование международных финансовых инструментов на национальном фондовом рынке, соотношение торгового оборота финансовых инструментов на национальной и международных торговых площадках, вес финансовых инструментов национальных эмитентов в международных индексах), финансовой интеграции (коэффициент корреляции фондовых индексов, цен и доходности сопоставимых по риску финансовых активов, сравнение коэффициента дивидендных выплат, динамика спредов цен депозитарных расписок на акции и локальных ак-

ций, цен и доходности еврооблигаций к бенчмарку, сравнение коэффициентов P/E (цена/прибыль), D/P (дивиденд/цена) на сопоставимые по риску финансовые активы). Данная система позволяет провести оценку степени интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг.

4. Определены исторические этапы интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг: формирование (1990–1998), расширение (1999–2007), глобальная вовлеченность (2008–2012), структурированные автором на основе комплекса либерализационных процессов (открытости), характера участия институтов в интеграционных процессах (вовлеченности) и корреляционного анализа доходности индексов MSCI World и MSCI Russia (финансовой интеграции). В результате это позволило выявить увеличение степени интеграции российского фондового рынка в мировой в анализируемый период 1999–2012 годов преимущественно за счет сегмента долговых ценных бумаг.

По специальности 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит

1. Проведена оценка степени интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг на основе сформированной автором системы показателей оценки интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг, включающая анализ форм: открытости, вовлеченности, финансовой интеграции. В результате оценки выявлены особенности интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг: увеличение степени открытости российского фондового рынка в большей степени, чем у других стран БРИКС; рост вовлеченности российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг; повышение степени финансовой интеграции. Данная оценка явилась основой для анализа проявления тенденций развития мирового фондового рынка на российском рынке ценных бумаг.

2. Выявлено и проанализировано проявление тенденций развития мирового фондового рынка на российском фондовом рынке, среди которых: увеличение роли мирового фондового рынка для российской экономики, преимущественное развитие рынка облигаций относительно рынка акций, консолидация и универсализация финансовых институтов фондового рынка, развитие интернет-технологий, доминирование производных ценных бумаг при осуществлении операций с ценными бумагами российских эмитентов на мировом фондовом рынке, преимущественное развитие интеграции со странами СНГ и БРИКС. Это позволило обозначить приоритеты, на которые должно быть

направлено регулирование национальных фондовых рынков в процессе интеграции в мировой рынок ценных бумаг.

3. Обоснован комплекс мер регулирования национальных фондовых рынков в контексте интеграции в мировой рынок ценных бумаг, опирающийся на гармонизацию законодательного регулирования с международными нормами и стандартами. Приоритеты регулирования российского фондового рынка в условиях его интеграции в мировой рынок ценных бумаг определены в увеличении адаптивности российского фондового рынка к изменяющейся мировой финансовой конъюнктуре и повышении инвестиционной привлекательности российского фондового рынка. Комплекс мер регулирования российского фондового рынка может быть использован на национальных фондовых рынках в контексте их интеграции в мировой рынок ценных бумаг и включает: создание компенсационных фондов, повышение конкуренции между государственными и негосударственными участниками, усиление правоприменения по вопросам манипулирования на российском фондовом рынке, повышение качества корпоративного управления, расширение использования институциональными инвесторами (страховыми, пенсионными фондами) инструментов фондового рынка.

Теоретическая значимость исследования. Теоретико-методические положения, предложенные в диссертационном исследовании, расширяют научное представление о содержании и методах оценки интеграции национальных фондовых рынков в мировой рынок ценных бумаг. Полученные результаты могут служить теоретической основой для дальнейших исследований по интеграции на мировом фондовом рынке и его структурных элементов – национальных фондовых рынках. Научные результаты исследования могут быть использованы в учебном процессе экономических специальностей высших учебных заведений по предметам «Международные финансовые отношения», «Финансовые ресурсы международных отношений», «Рынок ценных бумаг».

Практическая значимость исследования заключается в возможности использования полученных в диссертации результатов для дополнения стратегии развития российского как части мирового фондового рынка, стратегии формирования в Москве международного финансового центра, законодательного совершенствования инфраструктуры российского фондового рынка для повышения его роли на мировом уровне. Данная работа имеет практическую значимость для работы частных и институциональных инвесторов при форми-

ровании инвестиционных стратегий и принятии решений в процессе деятельности на мировом рынке ценных бумаг.

Апробация результатов исследования. Результаты и выводы диссертационного исследования были представлены на всероссийских и международных конференциях: «Трансформация финансово-кредитных отношений в условиях финансовой глобализации» (VI Международная научно-практическая интернет-конференция. Ростов-на-Дону, РГЭУ (РИНХ), 2010), «Финансовое образование в течение всей жизни – основа инновационного развития России» (I Международная научно-практическая интернет-конференция. Ростов-на-Дону, РГЭУ (РИНХ), 2010), «Проблемы и перспективы развития сотрудничества между странами Юго-Восточной Европы в рамках Черноморского экономического сотрудничества» (XI Международная научно-практическая конференция. Ростов-на-Дону – Донецк, 2013). По теме исследования опубликовано 11 печатных работ общим объемом 4,4 п.л., в том числе 6 статей в журналах, рекомендованных ВАК Минобрнауки России, объемом 3,25 п.л.

Сформулированные в диссертации положения и рекомендации использованы в работе ООО «Инвестиционная компания "АТОН"» и Ростовского отделения Юго-Западного банка Сбербанка России.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, 3 глав, 8 параграфов, заключения, библиографического списка.

Во **введении** обоснована актуальность темы диссертации, проведена оценка степени научной разработанности проблемы, сформулированы цель, задачи, предмет, объект, область исследования, теоретико-методическая основа, информационная база, раскрыты элементы научной новизны, обоснованы теоретическая и практическая значимость исследования, представлены апробация результатов исследования и объем публикаций.

В первой главе «Теоретико-методические аспекты интеграции на мировом фондовом рынке» рассмотрены подходы к определению сущности интеграции фондовых рынков, обоснован выбор институциональной теории в исследовании процесса интеграции фондовых рынков, разработана дескриптивная модель интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг, приведена методическая основа оценки степени интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг.

Во второй главе **«Анализ и оценка интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг в условиях глобализации»** проведена оценка степени интеграции российского фондового рынка в мировой в разрезе ее форм по сформированной системе показателей. Также в данной части исследования приведены три этапа развития процесса интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг, структурированные на основе результатов оценки степени интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг.

В третьей главе **«Тенденции развития мирового фондового рынка и их проявление на российском фондовом рынке в условиях глобализации»** на основе результатов оценки степени интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг, анализа тенденций развития мирового фондового рынка определено проявление тенденций развития мирового фондового рынка на российском фондовом рынке, а также выявлены направления регулирования российского фондового рынка в условиях его интеграции в мировой рынок ценных бумаг.

В **заключении** диссертационного исследования приведены наиболее существенные теоретические и расчетно-аналитические результаты, полученные в процессе исследования данной научной проблемы.

СТРУКТУРА ДИССЕРТАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Введение

Глава 1. Теоретико-методические аспекты интеграции на мировом фондовом рынке

1.1. Теоретические подходы к определению содержания интеграции фондовых рынков

1.2. Оценка интеграции фондовых рынков: методические подходы и показатели

Глава 2. Анализ и оценка интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг в условиях глобализации

2.1. Оценка степени и особенности открытости, финансовой интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг

2.2. Анализ вовлеченности российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг. Интернационализация деятельности участников российского фондового рынка

2.3. Этапы интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг

3. Тенденции развития мирового фондового рынка и их проявление на российском фондовом рынке в условиях глобализации

3.1. Тенденции развития мирового фондового рынка

3.2. Проявление мировых тенденций на российском фондовом рынке в условиях его интеграции в мировой рынок ценных бумаг

3.3. Регулирование российского фондового рынка в условиях его интеграции в мировой рынок ценных бумаг

Заключение

Библиографический список

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

По специальности 08.00.14 – мировая экономика

1. Разработана дескриптивная модель интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг.

В диссертационной работе на основе анализа существующих подходов к исследованию интеграции фондовых рынков автором представлено обобщенное определение интеграции фондовых рынков. Интеграция фондовых рынков представляет собой взаимосвязь рынка отдельной страны с фондовым рынком другой страны или с мировым рынком ценных бумаг, что выражается во взаимозависимости рынков, инфраструктуры и институтов и предполагает свободу трансграничных операций, равенство условий, единые правила для участников рынка, резидентов и нерезидентов, сближение доходностей идентичных активов, на динамику цен которых определяющее действие оказывают глобальные факторы и тенденции.

Во множестве научных исследований в отношении интеграции финансовых рынков и их сегментов (в том числе фондовых рынков) употребляется термин «финансовая интеграция». В диссертации термин «финансовая интегра-

ция» рассматривается в широком смысле как интеграция на мировом финансовом рынке, в узком экономическом смысле – как форма интеграции фондовых рынков, касающаяся только финансово-экономических аспектов интеграции фондовых рынков. Таким образом, цепочка понятий от более широкого к более узкому обоснована автором диссертации следующим образом: экономическая интеграция – финансовая интеграция (на финансовых рынках) – интеграция фондовых рынков – финансовая интеграция фондовых рынков.

Для уточнения понятия «интеграция фондовых рынков» автором разработана дескриптивная модель интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг, основанная на уточнении места открытости, вовлеченности, финансовой интеграции в содержании понятия интеграции фондовых рынков. Дескриптивная модель раскрывает механизм процесса интеграции, включающий: формирование условий, реализацию, наступление последствий; формы интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг: открытость, вовлеченность, финансовую интеграцию, которые проявляются соответственно в следующих способах интеграции: гармонизации норм и правил, трансграничном движении финансовых потоков, сближении стоимости и доходности аналогичных финансовых активов. Это позволяет уточнить содержание понятия интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг в институциональном, организационном и финансово-экономическом аспекте.

Данную модель автор интерпретирует следующим образом. Необходимым условием интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг является политическая и юридическая открытость границ национальных фондовых рынков, что выражается в межгосударственной гармонизации норм и правил. Реализация интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг осуществляется на организационном уровне и представляет собой трансграничное перемещение финансовых активов, что характеризует вовлеченность как форму интеграции. В финансово-экономическом аспекте это приводит к сближению стоимости и доходности аналогичных финансовых активов и составляет «ядро» понятия интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг. Дескриптивная модель интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг представлена на рисунке 1.

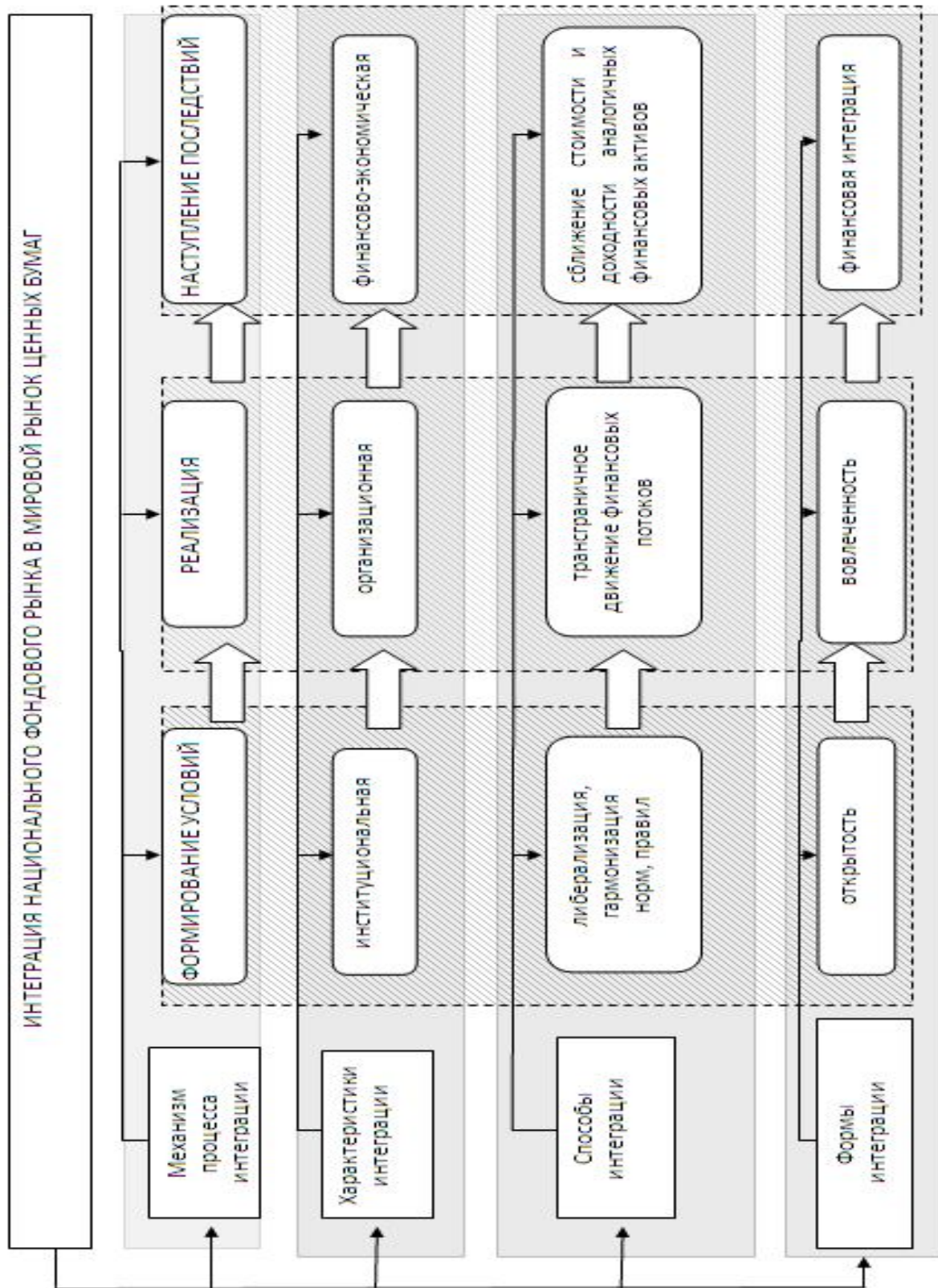


Рисунок 1 – **Дескриптивная модель интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг**¹

¹ Разработан автором.

2. Разработана схема анализа интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг в разрезе форм интеграции.

Анализ интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг представлен в разрезе таких форм, как открытость, вовлеченность, финансовая интеграция. Автором предложено проводить анализ на основе классификации способов и видов интеграции по следующим критериям: уровня регулирования, анализа ограничений, охвата деятельности институтов, видов финансовых инструментов, характера развития, уровня развития фондовых рынков, вида финансовых инструментов, по статусу и отрасли эмитента ценных бумаг.

В диссертации обосновано, что анализ открытости необходимо проводить с учетом уровня применяемых на национальном фондовом рынке стандартов и норм: глобальных, региональных, государственных. Чем выше уровень регулирования на национальном фондовом рынке (превалирование глобальных норм и правил), тем выше степень интеграции фондовых рынков. Анализ вовлеченности в работе предлагается проводить по критериям: вид ценных бумаг, характер развития, направлений интеграции и по географическому охвату деятельности финансовых институтов, что выражается в национальном, региональном и международном видах интеграции. Анализ финансовой интеграции представлен в разрезе секторов (государственный и корпоративный), видов ценных бумаг (долговые, долевые, производные), отраслей эмитентов.

На основе анализа эффектов интеграции национального фондового рынка в мировой автором выделены преимущества интеграции: эффективное перераспределение активов и риска финансовых активов, которые при возникновении негативных тенденций в мировой экономике создают угрозы развития и распространения кризисных явлений вплоть до глобальных кризисов. Поэтому в диссертации сделан вывод о том, что увеличение адаптивности национальных фондовых рынков к негативным явлениям на мировом фондовом рынке становится одной из главных приоритетов регулирования.

Схема анализа интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг представлена на рисунке 2.

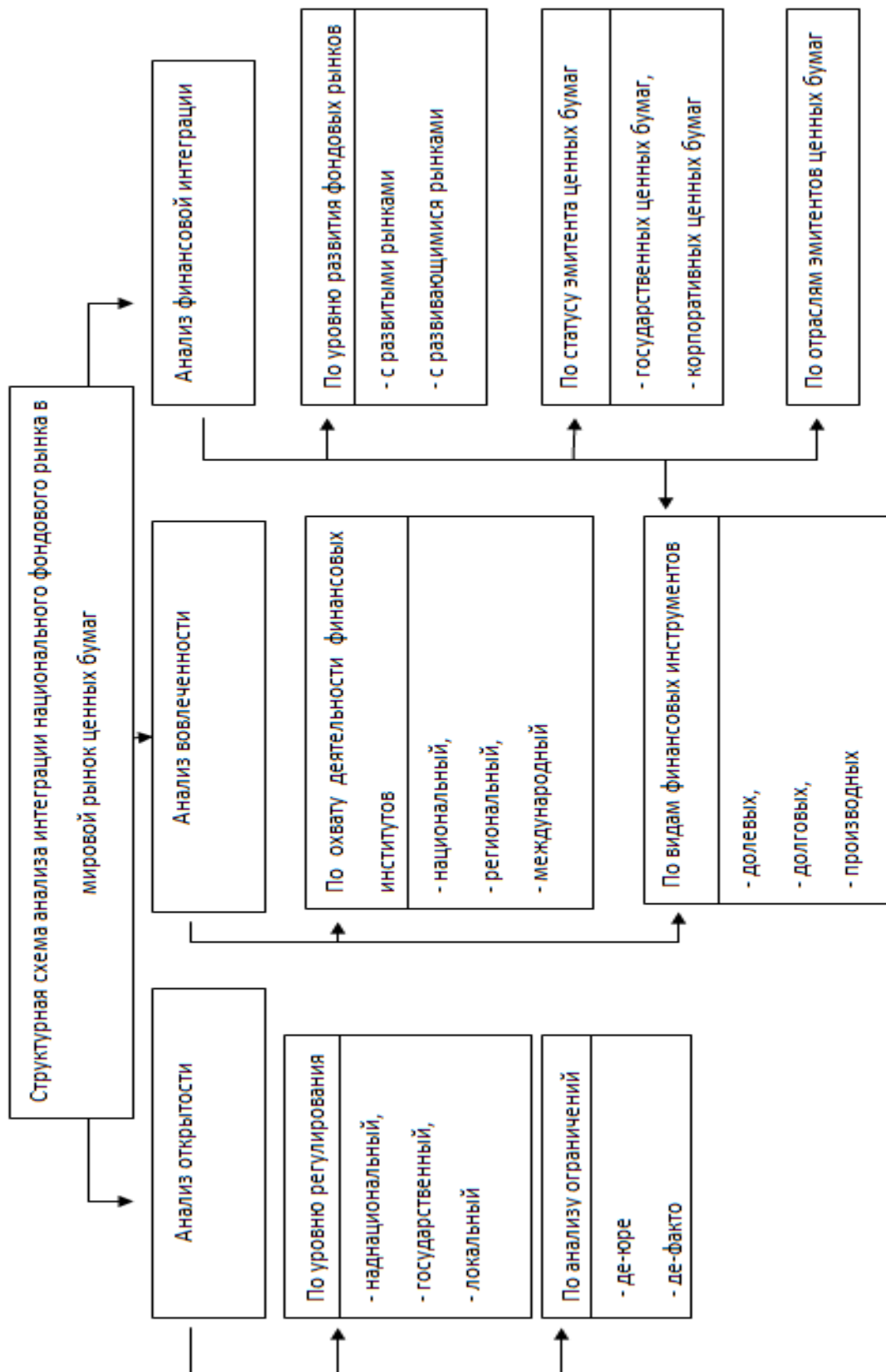


Рисунок 2 – Схема анализа интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг²

² Разработан автором.

3. Систематизированы показатели оценки степени интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг в разрезе ее форм.

В диссертационном исследовании разработана обобщенная система показателей оценки интеграции национальных фондовых рынков в мировой рынок ценных бумаг, сформированная по группам показателей в разрезе таких форм интеграции, как: открытость, вовлеченность, финансовая интеграция национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг. Система показателей дополняет методологические подходы к оценке интеграции фондовых рынков, разработанные МВФ, Группой Всемирного банка, занимающимися исследованием интеграции фондовых рынков.

В диссертации выявлено, что оценку открытости целесообразно проводить по показателю применения международных стандартов, индексу открытости счета капитала, оценку степени вовлеченности – по объему трансграничных потоков капитала, объему привлечения средств по видам международных финансовых инструментов и резидентства участников фондового рынка, использованию международных финансовых инструментов на национальном фондовом рынке, соотношению торгового оборота финансовых инструментов на национальной и международных торговых площадках, весу финансовых инструментов национальных эмитентов в международных индексах. Оценить степень финансовой интеграции автор диссертации предлагает по следующим показателям: коэффициенту корреляции фондовых индексов, цен и доходности сопоставимых по риску финансовых активов, сравнению коэффициента дивидендных выплат, динамике спредов цен депозитарных расписок на акции и локальных акций, цен и доходности еврооблигаций к бенчмарку, сравнению коэффициентов P/E (цена/прибыль), D/P (дивиденд/цена) на сопоставимые по риску финансовые активы.

На рисунке 3 представлена система показателей оценки интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг.

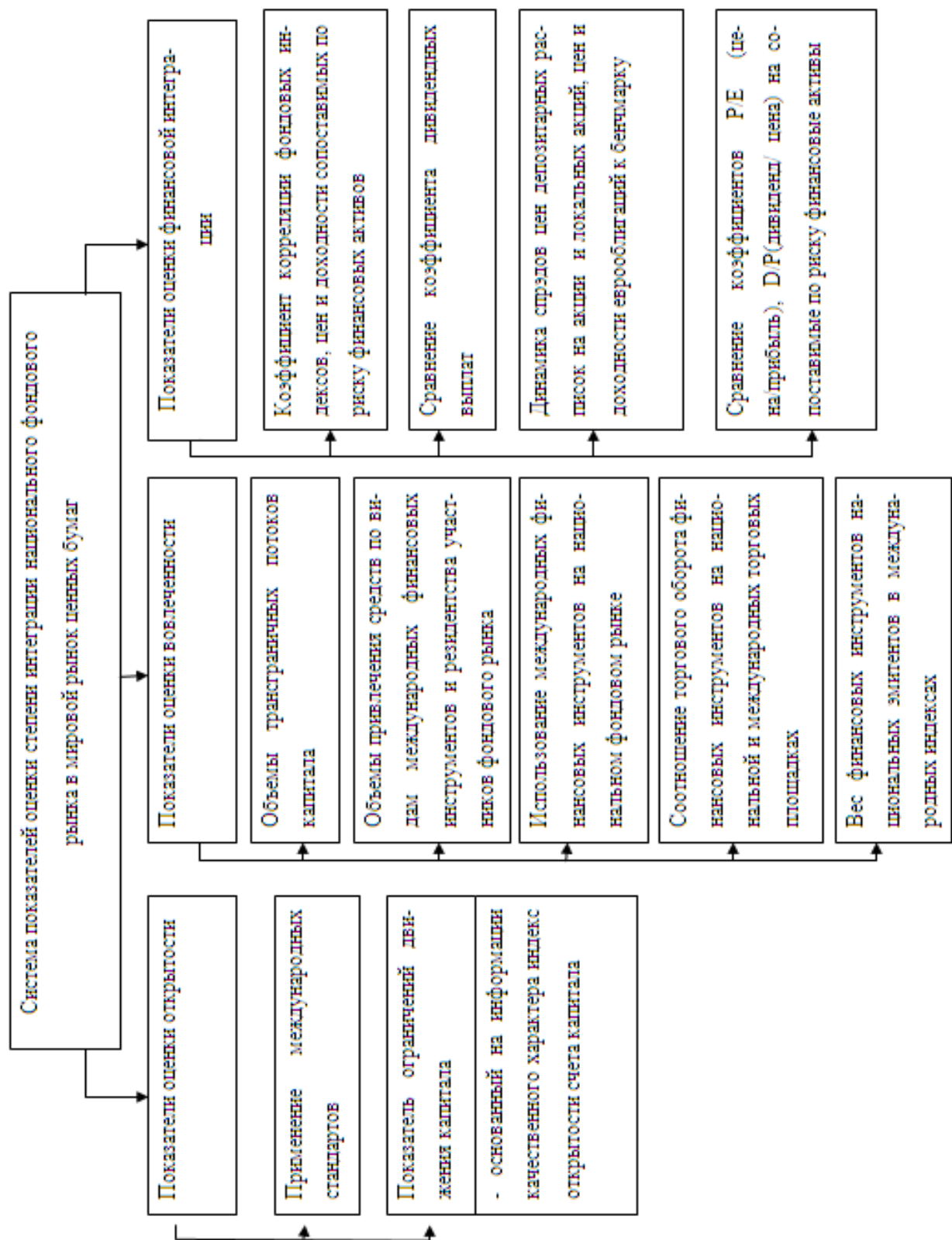


Рисунок 3 – Система показателей оценки степени интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг³

³ Разработан автором.

4. Определены исторические этапы интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг: формирования (1990–1998), расширения (1999–2007), глобальной вовлеченности (2008–2012).

Исторические этапы интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг выделены автором на основе комплекса либерализационных процессов (открытости), характера участия институтов в интеграционных процессах (вовлеченности) и корреляционного анализа доходности индексов MSCI World и MSCI Russia (финансовой интеграции). Периодизация интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг представлена в таблице 1.

Таблица 1 – Этапы развития интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг⁴

Период	Название этапа	Характеристика этапа
1990–1998 гг.	Формирования	Зарождение фондового рынка в России, инфраструктуры и инструментов, на основе которых формируется интеграция фондовых рынков. Формируется основа открытости и вовлеченности. Коэффициент корреляции индексов MSCI Russia и MSCI World не рассчитывается
1999–2007 гг.	Расширения	Российский фондовый рынок бурно развивается, реагируя на события, происходящие как на внутреннем финансовом рынке, так и на внешнем в кризисные этапы. Увеличивается степень открытости и вовлеченности. Коэффициент корреляции индексов MSCI Russia и MSCI составляет 0.52 (умеренная степень связи финансовой интеграции)
2008–2012 гг. (настоящее время)	Глобальной вовлеченности	Динамика российского фондового рынка наиболее подвержена влиянию мировых экономических тенденций, усиливается интеграция фондовых рынков. Еще больше увеличивается степень открытости и вовлеченности. Коэффициент корреляции индексов MSCI Russia и MSCI World составляет 0.81 (сильная степень финансовой интеграции)

Таким образом, автором выявлено, что в России период становления фондового рынка совпал по времени с либерализацией операций, связанных с движением потоков капитала, что отличает российский процесс интеграции от европейского, но вместе с тем он является характерным для развивающихся фондовых рынков.

⁴ Разработана автором.

По специальности 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит

1. Проведена оценка степени интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг, включающая анализ форм: открытости, вовлеченности, финансовой интеграции.

В диссертационной работе автором выявлены следующие особенности интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг. В целом, за период с 1999 по 2012 годы зафиксировано увеличение степени открытости, что подтверждается более высоким значением показателя открытости счета капитала, чем у стран БРИКС после 2008 года. Вовлеченность российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг по различным индикаторам также увеличивается: по объему торгов депозитарными расписками российских эмитентов, емкости еврооблигационного рынка, объемам межграницных потоков капитала. Степень финансовой интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг, рассчитанная автором по корреляции индекса MSCI Russia и MSCI World с 2009 по 2012 годы, может характеризоваться как сильная.

Также выявлено наличие дисконтов и премий между коэффициентами цена/прибыль российских отраслей и отраслей развивающихся рынков. Результаты исследования дисконтного соотношения цен локальных акций по отношению к ценам депозитарных расписок на российские акции свидетельствует об увеличении степени финансовой интеграции российского фондового рынка в мировой на рубеже 2009–2011 годов, при этом зафиксировано увеличение данного дисконта с 2012 года, что говорит о замедлении финансовой интеграции в этот период.

Результаты проведенной в диссертационной работе оценки позволяют сделать следующие выводы: увеличение открытости российского фондового рынка в большей степени, чем у других стран БРИКС; рост вовлеченности российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг, что подтверждается возрастающей динамикой объема торгов депозитарными расписками российских эмитентов, увеличением емкости еврооблигационного рынка, ростом объема межграницных потоков капитала; повышение степени финансовой интеграции на основе усиления взаимосвязи российского фондового индекса и мирового фондового индекса семейства MSCI. Проведенная в диссертации оценка стала основой для определения проявления тенденций развития мирового фондового рынка на российском рынке ценных бумаг.

2. Выявлено и проанализировано проявление тенденций развития мирового фондового рынка на российском фондовом рынке.

На основе результатов оценки степени интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг автором обосновано и представлено проявление тенденций развития мирового фондового рынка на российском рынке ценных бумаг в контексте развития интеграционных процессов (табл. 2).

Таблица 2 – **Основные тенденции развития мирового фондового рынка и их проявление на российском фондовом рынке в условиях глобализации**⁵

Мировой фондовый рынок	Российский фондовый рынок
Уменьшение капитализации мирового фондового рынка, уменьшение доли развитых рынков в мировой капитализации при сохранении их доминанты	Уменьшение капитализации после 2008 года относительно ВВП, доминирование долговых ценных бумаг в финансировании экономики
Уровень ликвидности ценных бумаг не восстановился до докризисного уровня. Уменьшение объема электронных биржевых торгов	Уменьшение объема торгов на российских площадках, увеличение доли международных бирж в объеме торгов ценными бумагами российских эмитентов
Увеличение сегмента производных финансовых инструментов, инвестиций в биржевые инвестиционные фонды и биржевые инвестиционные продукты	Увеличение сегмента производных финансовых инструментов, появление инвестиций в биржевые инвестиционные фонды и биржевые инвестиционные продукты
Консолидация международных финансовых институтов и инфраструктурных организаций	Консолидация финансовых институтов и инфраструктурных организаций

В диссертационном исследовании автором сделан вывод о том, что российский фондовый рынок развивается в русле общемировых тенденций; при этом характерными для российского фондового рынка также стали: развитие интернет-технологий передачи биржевых, депозитарных, брокерских данных, систем удаленного доступа к операциям на фондовом рынке, в том числе для иностранных инвесторов; расширение географического охвата стран, в которые направлены портфельные инвестиции российских участников; преимущественное развитие интеграции со странами СНГ и БРИКС.

⁵ Разработана автором.

3. Обоснован комплекс мер регулирования национальных фондовых рынков в контексте интеграции в мировой рынок ценных бумаг, опирающийся на гармонизацию законодательного регулирования с международными нормами и стандартами.

В диссертационной работе разработана схема регулирования российского фондового рынка в контексте его интеграции в мировой рынок ценных бумаг, включающая приоритеты, цели, комплекс мер и инструменты регулирования. Доказано, что развитие процесса интеграции фондовых рынков представляется важным для осуществления единой политики регулирования фондовых рынков, главным образом, потому, что на основе более интегрированных национальных фондовых рынков в мировой рынок ценных бумаг происходит быстрое и эффективное осуществление единых мер регулирования.

В исследовании определено, что в то время, как интеграция фондовых рынков способствует развитию конкуренции, введению новых технологий и инструментов, повышает эффективность рынка и использование финансовых инноваций, для развивающихся стран существует повышенный риск резкого перехода к открытой экономике. Автором работы выявлено, что в этих условиях приоритетом регулирования выступают не интеграционные процессы, а инвестиционная привлекательность национальных фондовых рынков и адаптивность национальных фондовых рынков ко внешним негативным факторам.

Обоснованный комплекс мер регулирования включает: создание компенсационных фондов, повышение конкуренции между государственными и негосударственными участниками, усиление правоприменения по вопросам манипулирования на российском фондовом рынке, повышение качества корпоративного управления, расширение использования институциональными инвесторами (страховыми, пенсионными фондами) инструментов фондового рынка.

Таким образом, разработанные автором диссертационной работы система оценки степени интеграции национального фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг и комплекс мер регулирования рекомендуется использовать совместно для мониторинга развития российского фондового рынка в контексте его интеграции в мировой рынок ценных бумаг.

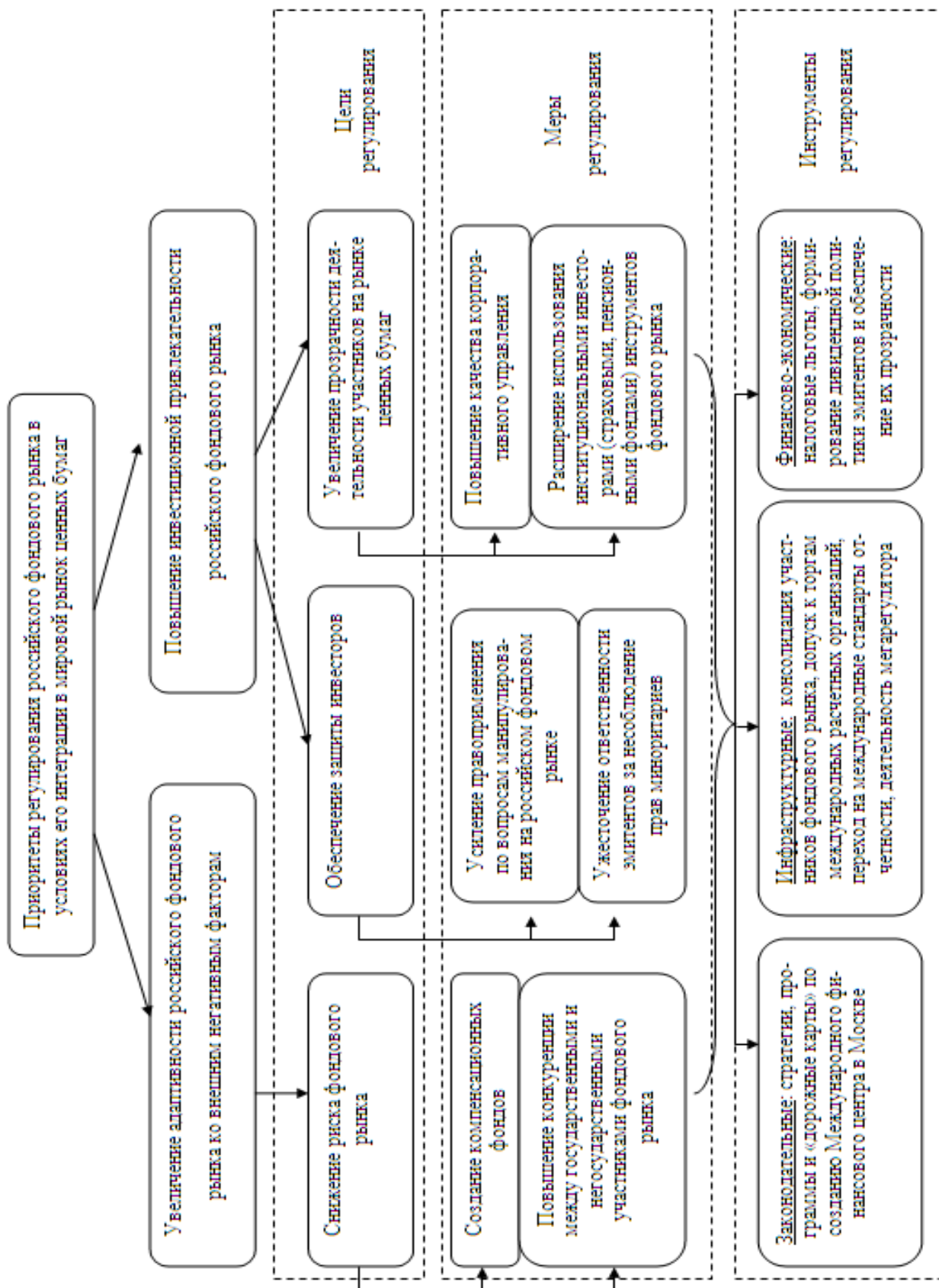


Рисунок 4 – Схема регулирования российского фондового рынка⁶

⁶ Разработан автором.

ОСНОВНЫЕ НАУЧНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ

Статьи в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных ВАК Минобрнауки РФ

1. *Козловцева (Королевич), О.П.* Интеграция российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг [Текст] / О.П. Козловцева (Королевич) // Финансовые исследования. Научно-образовательный и прикладной журнал. – 2010. – № 2. – 9,5/0,6 п.л.

2. *Козловцева (Королевич), О.П.* Финансовая интеграция в институциональной теории и воплощение в российской практике [Текст] / О.П. Козловцева (Королевич) // Финансовая аналитика: проблемы и решения. Научно-практический и информационно-аналитический сборник. – 2011. – № 17 (59). – 10,0/0,8 п.л.

3. *Козловцева (Королевич), О.П.* Финансовая интеграция российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг [Текст] / О.П. Козловцева (Королевич) // Финансовая аналитика: проблемы и решения. Научно-практический и информационно-аналитический сборник. – 2013. – № 14 (152). – 8,0/0,8 п.л.

4. *Козловцева (Королевич), О.П.* Оценка финансовой интеграции фондовых рынков: методологические подходы и показатели [Текст] / О.П. Козловцева (Королевич) // Финансы и кредит. Научно-практический и теоретический журнал. – 2013. – № 33 (561). – 10,0/0,5 п.л.

5. *Козловцева (Королевич), О.П.* Финансовая интеграция, открытость и вовлеченность российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг [Текст] / О.П. Козловцева (Королевич) // Финансы и кредит. Научно-практический и теоретический журнал. – 2013. – № 34 (562). – 10,0/0,7/0,35 п.л.

6. *Козловцева, О.П.* Тенденции развития мирового фондового рынка и их проявление на национальных рынках ценных бумаг в условиях глобализации [Текст] / О.П. Козловцева // Финансовые исследования. Научно-образовательный и прикладной журнал. – 2013. – № 2. – 18,1/0,4/0,2 п.л.

**Статьи в других научных изданиях
и в научно-тематических сборниках**

7. *Козловцева (Королевич), О.П.* Динамика фондовых индексов стран БРИК в десятилетней ретроспективе [Текст] / О.П. Козловцева (Королевич) // Рыночная экономика и финансово-кредитные отношения : уч. зап. / Рост. гос. эконом. ун-т (РИНХ). – Ростов н/Д, 2010. – Вып. 16. – 7,8/0,2 п.л.

8. *Козловцева (Королевич), О.П.* Финансовая интеграция стран БРИК в условиях мирового кризиса ликвидности [Текст] / О.П. Козловцева (Королевич) // Финансовое образование в течение всей жизни – основа инновационного развития России : материалы I Международ. интернет-конф. (29–31 октября 2009 г.). – Ростов н/Д : Рост. гос. эконом. ун-т (РИНХ), 2010. – 17,9/0,1 п.л.

9. *Козловцева (Королевич), О.П.* Усиление роли стран БРИК в международных экономических отношениях [Текст] / О.П. Козловцева (Королевич) // Трансформация финансово-кредитных отношений в условиях финансовой глобализации : материалы VI Международ. науч.-практ. интернет-конф. – Ростов н/Д : Рост. гос. эконом. ун-т (РИНХ), 2010. – 6,5/0,1 п.л.

10. *Козловцева, О.П.* Способы финансовой интеграции российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг [Текст] / О.П. Козловцева // Спецпроект: анализ научных достижений : материалы VIII Международ. науч.-практ. конф. (30–31 мая 2013 г.) : в 6 тт. – Днепропетровск : Была К.О., 2013. – Т. 2. Экономика сегодня. – 6,28/0,5 п.л.

11. *Козловцева О.П.* Тенденции развития мирового фондового рынка [Текст] / О.П. Козловцева // Проблемы и перспективы развития сотрудничества между странами Юго-Восточной Европы в рамках Черноморского экономического сотрудничества и ГУАМ : сб. науч. тр. – Ростов н/Д : Донецк: ДонНУ, РФ НИСИ в г. Донецке, 2013. – 95,3/0,5/0,25 п.л.

Подписано в печать 28.10.2013. Формат 60x84/16. Объем 1,0 уч.-изд. л.
Печать цифровая. Бумага офсетная. Гарнитура «Times New Roman».
Тираж 120 экз.