

УДК 336.76

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ НА ТЕМУ ВЗАИМОВЛИЯНИЯ МИРОВОГО И НАЦИОНАЛЬНОГО ФОНДОВЫХ РЫНКОВ

Давнис Валерий Владимирович

д-р экон. наук, проф.

Кубышкина Мария Александровна

аспирант

Воронежский государственный университет, Воронеж

author@apriori-journal.ru

Аннотация. В статье проведен обзор литературы на тему корреляции между мировым и национальными фондовыми рынками, описаны основные подходы к исследованию влияния процессов глобализации на фондовые рынки.

Ключевые слова: глобализация; единый фондовый рынок; конкурентоспособность отечественных акций; взаимовлияние российского и глобального рынка.

THE REVIEW OF LITERATURE ON CORRELATIONS BETWEEN WORLD AND NATIONAL STOCK MARKETS

Davnis Valery Vladimirovich

doctor of economic sciences

Kubyshkina Maria Alexandrovna

post-graduate student
Voronezh State University, Voronezh

Abstract. The literature on correlations between world and national stock markets is reviewed in the article. There are described basic principles that determine studies of globalization effects on stock markets.

Key words: globalization; single stock market; competitiveness of national stocks; relations of the Russian and global markets.

В современном мире ускоренными темпами протекают процессы экономической интеграции, происходит тесное взаимодействие экономических систем и формирование единых рынков, рыночной инфраструктуры. Мировой финансовый рынок оказывает сильное влияние на национальные фондовые рынки, интеграция национальных рынков в мировой представляет собой объективный процесс. На фондовый рынок каждой страны влияют процессы финансовой глобализации и либерализации других стран.

Особенности функционирования и взаимодействия мирового и национального фондовых рынков являются объектом изучения большого количества ученых и исследователей во всем мире. В нашей статье приведен краткий обзор литературы на данную тему.

В работах Тобина Дж. высказывается мысль о том, что уязвимость национальных финансовых рынков к кризисам возрастает по мере ослабления их регулирования и углубления процессов глобализации [1]. По мнению автора, мировой финансовый рынок, на котором все валюты находятся в тесной взаимосвязи, является решающим фактором стабильности экономики и благосостояния. Тобин рассмотрел варианты реструктуризации глобального финансового рынка.

Пересецкий и Ивантер рассматривают интеграцию финансовых рынков России в международный финансовый рынок [2]. Проанализировав ежедневные рыночные показатели за период 1996:05-1997:10, они делают вывод о том, что интеграция российского рынка и международных финансовых рынков возросла за рассматриваемый период. Далее они связывают ослабление интеграции с кризисом, произошедшим в августе 1998 г. и приведшим к глобальным колебаниям на международном финансовом рынке. Рассматривая корреляцию показателей ежедневной рыночной доходности на рынках в России, США, Японии и Европе, они отмечают, что необходимо учитывать временной лаг, обусловленный разным временем закрытия торгов.

Naou and Kutan изучают ежедневную доходность российского фондового рынка, используя асимметричную модель GARCH с t -распределением ошибок [3]. Поскольку лаговые переменные доходности на российском фондовом рынке, доходности индекса S&P и индекса на нефть имеют большое значение в процессе прогнозирования доходности на российском фондовом рынке, гипотеза об эффективности рынка отвергается. Кроме того, они анализируют прямое влияние новостей на доходность и волатильность фондовых индексов в России. Из-за того, что российская экономика находится в сильной зависимости от нефти и газа, они рассматривают новости в сфере электроэнергетики в качестве экономической информации, а новости про войну в Чечне в качестве политической информации. Они обнаружили, что все новости не являются

значимыми при объяснении доходности и волатильности доходности. Только шоки (колебания), связанные с S&P, признаны значимыми в дисперсионном уравнении модели TGARCH. Отрицательные колебания индекса S&P приводят к повышению волатильности российских фондовых индексов, а положительные колебания индекса S&P приводят к ее снижению. При включении квадрата лаговой доходности индекса S&P в уравнение дисперсии они выявили значительный положительный эффект, свидетельствующий о «прямой» связи волатильностей на двух рынках.

Jalilov and Miyakoshi применяют модель EGARCH, используя ежемесячные данные за период 1995:05-2003:03 [4]. Они считают, что на основе данных немецкого рынка можно получить более точные ежемесячные прогнозы доходности фондового рынка в России, чем на основе данных рынка в США, поскольку Германия и США имеют более тесные торговые и инвестиционные взаимосвязи. По их мнению, цены на нефть и газ не оказывают существенного влияния на доходность российского фондового рынка, а одношаговая модель EGARCH хуже подходит для прогноза, чем модель случайных блужданий при наличии среднеквадратической ошибки.

Анатольев анализирует еженедельную доходность на фондовых рынках за два периода: 1995:01-2005:01 и 1999:10-2005:01, т.е. только период после кризиса [5]. Наряду со снижением влияния цен на нефть в течение последних лет второго периода и повышением влияния фондовых индексов на рынке США он отмечает значительную вариацию объяснительной силы разных моделей в течение субпериодов. Степень интеграции российского фондового рынка с европейским оказывается выше по сравнению со степенью интеграции с рынками США и Азии.

Arnaud Mehl изучает колебания волатильности на мировом фондовом рынке. Автор показывает, что взаимовлияние глобального и региональных фондовых рынков увеличивается не только при усилении про-

цесса глобализации, но и при его ослаблении (например, в периоды между войнами). Он проводит количественную оценку интеграции финансовых рынков. Он делает вывод о том, что нестабильность в политической сфере приводит к колебаниям доходности на фондовых рынках. Процессы глобализации и международные торговые связи оказывают значительное влияние на волатильность и риски на фондовых рынках.

В. Давнис и С.Касаткин рассматривают влияние на российский фондовый рынок современных интеграционных процессов и провели оценку степени этого влияния [6]. Исследование было ограничено рамками акций, которые принято называть голубыми фишками. На основе построения однофакторных регрессионных моделей они постулируют, что акции компаний нефтегазового сектора экономики, финансового и металлургического достаточно тесно связаны с иностранными фондовыми рынками.

Статья С.Касаткина посвящена вопросу разработки аппарата моделирования инвестиционных решений в условиях глобализации [7]. Автор описывает построение модели портфельного инвестирования Шарпа таким образом, чтобы она обобщала и одноиндексную, и однокомпонентную модели. Касаткин показывает возможность построения модели формирования оптимального портфеля, в котором учтены риски, порождаемые процессом глобализации.

Ekholm К. описывает произошедшие в результате мирового финансового кризиса изменения в процессах международной интеграции финансовых рынков [8]. По мнению автора, мировой финансовый кризис привел к замедлению интеграции финансовых рынков. Эта тенденция характеризуется тем фактом, что банки Европы предоставляют меньше займов на иностранных рынках, а также замедлением межбанковских операций. Автор рассматривает преимущества и риски, связанные с международной интеграцией финансовых рынков.

Ji и Fan исследуют взаимосвязь рынка нефти и товарного рынка в США за период 2006-2010 на основе ежедневных показателей доходно-

сти [9]. Они устанавливают, что сырая нефть является стратегически важным ресурсом и играет большую роль на товарных рынках. Независимо от того, находится товарный рынок в состоянии подъема (7/2006-7/2008) или спада (8/2008-6/2010), волатильность цен сырой нефти всегда оказывает воздействие на цены других товаров, и «перетекание» волатильности с рынка сырой нефти на иные товарные рынки является значительным. Кроме того, они изучали усиление связей между рынками сырой нефти и других товаров в результате последнего мирового финансового кризиса.

Описав асинхронную сущность торгов, Baumöhl и Vúrost показывают важность корректного сопоставления ежедневных данных фондовых индексов [10]. Они устанавливают двунаправленную причинность по Грейнджеру между индексами в Европе, Азии и США на основе своего модифицированного подхода и приходят к выводу, что интеграция международных фондовых рынков усиливается.

Федорова акцентирует внимание на эффектах «цепной реакции» на фондовых рынках в Восточной Европе и возможных изменениях в их взаимосвязях после вступления в Евросоюз в 2004 г. [11]. Она исследует взаимодействие фондовых рынков в Польше, Венгрии и Чехии за период 1998-2009 на основе еженедельных данных доходности и модели GARCH-BEKK. Она находит доказательства того, что существуют прямые взаимосвязи между различными фондовыми рынками с учетом показателей доходности и волатильности и цепной реакцией, возникающей при изменении цен акций на рынках, после вступления в Евросоюз.

Федорова дает следующее определение понятию финансовой глобализации: финансовая глобализация – это международная финансовая интеграция финансовых рынков, которая основывается на либерализации движения капитала [12]. Автор считает, что либерализация играет ведущую роль в процессе финансовой интеграции. Анализируя уровень финансовой либерализации российского фондового рынка, Федорова

делает вывод о том, что он не соответствует средним значениям по развивающимся рынкам и является крайне низким.

Федорова рассматривает изменение финансовой интеграции в период мирового финансового кризиса, используя эконометрическую VAR-модель на примере фондовых рынков шести стран [13]. Кроме того, автор проводит оценку финансовой интеграции стран БРИК с помощью классических моделей теории инвестиций, а также анализирует финансовые риски, которые возникают в процессе данной интеграции. Федорова делает вывод о том, что таким странам, как Россия, следует следующие 10-15 лет стремиться к более тесной интеграции с мировым финансовым рынком, для чего необходимо развитие нормативно-правовой базы и правильные политические решения [14].

В. Давнис рассматривает процессы взаимовлияния глобального и отечественного фондовых рынков [15]. На основе построения модели Марковица автор проводит анализ взаимосвязи между фондовыми рынками Франции, Англии, России и США в целях определения инвестиционной привлекательности российских акций на мировом фондовом рынке. Автор приходит к выводу, что акции рассмотренных российских компаний (Газпром и Роснефть) характеризуются достаточно высоким уровнем доходности и обладают инвестиционной привлекательностью и для отечественных, и для иностранных инвесторов. В. Давнис выявил устойчивые и доходные акции за рассматриваемый ими период, а также сформировал эффективный международный диверсифицированный портфель ценных бумаг.

В. Давнис и В. Коротких исследуют влияние тенденций глобализации мирового фондового рынка на фондовый рынок РФ, оценивая зависимости по методу наименьших квадратов (МНК) [16]. Они доказывают существование зависимости между указанными рынками. Однако выдвинутая гипотеза о том, что динамика фондового рынка РФ находится

под влиянием финансовых рынков развитых стран, не получает подтверждения.

Кроме того, В. Давнис и В. Коротких выдвигают гипотезу о повышении эффективности инвестирования в условиях глобализации за счет принятия в расчет глобальных рыночных тенденций при оценке рисков портфеля. В целях проверки данной гипотезы авторы проводят эмпирическое исследование, построили регрессионные модели для количественного анализа зависимости доходности отечественных акций от доходности индекса SNP500.

Также В. Давнис и В. Коротких выдвигают гипотезу о том, что влияние мировых фондовых рынков на динамику доходности российских акций носит неоднородный характер. Для проверки данной гипотезы они используют аппарат главных компонент и регрессионные уравнения на главные компоненты, а также мультииндексную модель портфельного инвестирования. Результаты исследования не приводят к опровержению предположения о наличии неоднородных связей на глобальном рынке.

Пересецкий А. и Корхонен И. проверяют зависимость российского фондового рынка от мирового и от мировых цен на нефть. Кроме того, ими были рассмотрены фондовые рынки в трех странах Восточной Европы: Польше, Чешской Республике и Венгрии, а также во внеевропейских странах: Турции и Южной Африке. Они применяют скользящую регрессию для выявления периодов, когда цены на нефть или фондовые индексы в США и Японии были значимы [17]. Ими было установлено, что за период 2000-2012 гг. степень корреляции фондовых рынков возросла. Наибольший рост наблюдался на рынках стран Восточной Европы с 2004 по 2006 гг., что, вероятно, связано с вступлением этих стран в Евросоюз в 2004г. Авторы пришли к выводу, что японский фондовый рынок оказывает наибольшее влияние на показатели доходности фондовых рынков в странах с переходной экономикой [18].

Большая часть работ, посвященных исследованию взаимовлияния национальных и мирового фондового рынков, направлена на выявление данного влияния, определение периодов усиления или ослабления корреляционных связей, анализ показателей доходности на фондовых рынках. Однако некоторые российские исследователи (Давнис, Коротких) осуществляют количественную оценку влияния глобализации на национальные фондовые рынки, используя получаемую информацию для обоснования инвестиционных решений на фондовых рынках.

Список использованных источников

1. Tobin J. Financial globalization // *World Development*. 2000. V. 28 (6). P. 1101-1104.
2. Peresetsky A., Ivanter A. Interaction of the Russian financial markets // *Economics of Planning*. 2000. 33. P. 103-140.
3. Hayo B., Kutan A.M. The impact of news, oil prices, and global market developments on Russian financial markets // *Economics of Transition*. 2005. 13 (2). P. 373-393.
4. Jalilov M., Miyakoshi T. Who drives the Russian financial markets? // *The Developing Economies*. 2005. 43 (3). P. 374-395.
5. Anatolyev S. A ten-year retrospective of the behavior of Russian stock returns // *Research in International Business and Finance*. 2008. 22 (1). P. 56-67.
6. Давнис В.В., Касаткин С.Е., Тимченко О.В. Модели портфельного образа и оценка возможностей их практического использования // *Современная экономика: проблемы и решения*. 2011. № 9 (21). С. 126-137.
7. Давнис В.В., Касаткин С.Е., Ардаков А.А. Однокомпонентная модель портфельного инвестирования // *Современная экономика: проблемы и решения*. 2012. № 5 (29). С. 150-157.
8. Ekholm K. The globalisation of the financial markets following the global financial crisis // *SVERIGES RIKSBANK ECONOMIC REVIEW*. 2013. 1. С. 6-30.

9. Ji Q., Fan Y. How does oil price volatility affect non-energy commodity markets? // *Applied Energy*. 2012. 89. P. 273-280.
10. Baumöhl E., Výrost T. Stock market integration: Granger causality testing with respect to nonsynchronous trading effects // *Czech Journal of Economics and Finance*. 2010. 60 (5). P. 414-425.
11. Fedorova E. Transfer of financial risk in emerging eastern European stock markets: A sectoral perspective // *BOFIT Discussion Papers*. 2011. 24.
12. Федорова Е.А. Влияние либерализационных процессов на уровень финансовой глобализации фондовых рынков (финансовой интеграции) // *Аудит и финансовый анализ*. 2010. № 3. С. 1-4.
13. Федорова Е.А., Литовка С.В. Анализ влияния финансовой интеграции на конъюнктуру фондовых рынков в условиях финансового кризиса // *Аудит и финансовый анализ*. 2010. № 2. С. 1-9.
14. Федорова Е.А., Сахаров А.А. Оценка финансовой интеграции фондовых рынков стран БРИК с помощью классических моделей теории инвестиций // *Аудит и финансовый анализ*. 2011. № 6. С. 1-5.
15. Давнис В.В., Касаткин С.Е., Ардаков А.А. Главные компоненты и их применение в моделях портфельного инвестирования // *Современная экономика: проблемы и решения*. 2012. № 7 (31). С. 150-157.
16. Коротких В.В. Кроссрыночные связи на глобальном фондовом // *Бизнес без границ*. 2013. С. 120-128.
17. Peresetsky, A.A. What determines stock market behavior in Russia and other emerging countries? // *BOFIT Discussion Papers*. 2013. 4.
18. Peresetsky A.A. What determines the behavior of the Russian stock market // *MPRA Paper 41508*. 2011.
19. Fedorova E.A., Afanasiev D.O. Determining the degree of influence of prices of oil and gold on the MICEX and its structural changes using Markov-Switching Autoregressive Model // *Finance and Credit*. 2013. № 7. P. 2-11.
20. Grigoryev R., Jaffry S., Marchenko G. Investigation of the consequences of ignoring daily data non-synchronism in cross-market linkages: BRIC and developed countries // *Applied Econometrics*. 2012. 26 (2). P. 92-112.