Гараханов Натиг Низамович

Автореферат

диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук

**Экономическое и организационное развитие фондового рынка развивающихся стран (на примере Азербайджана)**

Москва 2010

Работа выполнена в ГОУ ВПО «Российская экономическая академия им. Г.В. Плеханова», на кафедре «Биржевого дела и ценных бумаг»

Защита состоится 10 марта 2010 г. в 13:00 часов на заседании диссертационного совета Д 212.196.02 при Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова по адресу: 117997, Москва, Стремянный переулок, 36.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова.

Автореферат разослан 01 февраля 2010 г.

Ученый секретарь

диссертационного совета Маршавина Л.Я.

**1. Общая характеристика работы**

**Актуальность темы исследования.** Фондовый рынок является важнейшей составной частью рыночного механизма и обеспечивает эффективное перераспределение свободных финансовых ресурсов в интересах экономического развития субъектов хозяйствования.

Актуальность исследования экономического и организационного развития фондового рынка развивающихся стран обусловлена тем, что:

в странах СНГ, в том числе и в Азербайджане, эффективное развитие фондового рынка является одной из приоритетных задач экономических органов страны. Выявление и решение проблем, препятствующих развитию развивающихся фондовых рынков, создает теоретические предпосылки для разработки мер по достижению эффективного развития рынков ценных бумаг в Азербайджанской Республике и в других странах с развивающейся экономикой;

процесс глобализации приводит к формированию единого мирового экономического пространства. Однако, данный процесс сопровождается и нарастанием нестабильности на развивающихся фондовых рынках, для борьбы с которой необходимо предпринимать соответствующие меры;

требуется определять условия перерастания развивающегося фондового рынка в развитый фондовый рынок, применительно к отдельно взятой стране с развивающейся экономикой;

необходимо своевременно выявить потенциальные проблемы развивающихся фондовых рынков с целью определения подходящих путей развития национального фондового рынка;

важно постоянно обобщать накапливаемый опыт, связанный с путями и способами успешного интеграционного процесса вовлечения развивающихся фондовых рынков в мировой и международный фондовой рынок.

**Степень научной разработанности проблемы.** В существующей экономической литературе представлен значительный объем работ, посвященных различным аспектам функционирования и развития рынка ценных бумаг.

Анализ социально-экономической сущности ценных бумаг представлен в трудах Д. Рикардо, К. Маркса, Р. Гильфердинга, А. Маршалла, Дж. М. Кейнса, а также М.Ю. Алексеева, А.В. Аникина, Э. Я. Брегеля, В.Т.Мусатова, И.А. Трахтенберга и других авторов.

Рассмотрению вопросов функционирования и развития фондового рынка уделялось внимание в работах В.А. Галанова, Б.И. Алехин, В.Е. Есипова, А.А. Килячкова, Я.М. Миркина, Е.В. Семенковой, Л.А. Чалдаевой, Е.В. Чирковой и других авторов.

Значительное число материалов по рынку ценных бумаг опубликовано в российских экономических периодических изданиях. Особенностью современных исследований является их исключительно практическая ценность в части анализа текущей конъюнктуры российского рынка ценных бумаг и разработки на этой основе конкретных рекомендаций по работе с ценными бумагами для различных субъектов отношений.

Вместе с тем, решение многих теоретических и практических вопросов функционирования и развития фондового рынка применительно к развивающимся странам еще находится в стадии изучения, проблематика вопросов, связанных с развитием развивающихся фондовых рынков еще слабо изучена. Теоретическая и практическая значимость изучения данных проблем, необходимость выработки и применения новых подходов в их исследовании и определили выбор темы диссертационной работы, ее цель и задачи.

**Целью диссертационного исследования** является разработка научных проблем, связанных с экономическим и организационным развитием развивающегося рынка ценных бумаг на примере Республики Азербайджан.

Для достижения указанной цели в диссертации поставлены следующие задачи:

* выявить основы различий между формирующимися, развивающимися и развитыми фондовыми рынками;
* изучить основные отличительные черты развивающихся фондовых рынков;
* определить влияние степени раскрытия информации о финансово-экономической деятельности эмитентов на развитие фондового рынка Азербайджана;
* выявить роль спекулятивного иностранного капитала на развивающемся фондовом рынке;
* определить экономические, технические и политические условия перерастания развивающегося фондового рынка Азербайджана в более развитый рынок.

**Объектом исследования** являются развивающиеся фондовые рынки.

**Предметом исследования** являются экономические и организационные проблемы развивающихся фондовых рынков, на примере фондового рынка Азербайджана.

**Методологической основой** исследования явились общенаучные методы исследования, качественный и количественный анализ, методы системного, сравнительного анализа, научной абстракции, моделирования, метод группировки, графическое отображение изучаемых явлений, комплексный подход.

**Теоретической основой** диссертации послужили экономические теории, разработанные ведущими западными и российскими учеными-экономистами в области современной теории рынка ценных бумаг.

**Информационную базу** **диссертационного исследования** составили статистические данные, полученные из базы данных международных финансовых организаций и Бакинской фондовой биржи. Помимо этого, также активно использовались данные, полученные из публикаций в средствах экономической, научной и массовой информации.

**Научная новизна результатов диссертационного исследования** состоит в следующем:

* раскрыты взаимосвязи между развитием фондового рынка в условиях развивающейся экономики и социально- культурными ценностями страны, которые включают: уровень культуры, национальные особенности, психологию населения;
* классифицированы наиболее общие специфические характеристики развивающегося фондового рынка, отличающие его от развитого фондового рынка, которые, в частности включают более высокую волатильность рынка, его относительно низкие объемы и преобладание банковского кредита над ценными бумагами в долговом капитале страны;
* выявлены основные негативные факторы ценообразования, характерные для развивающегося фондового рынка, которые включают: коррупцию регулятивных органов, манипуляции ценами и активное использование инсайдерской информации;
* определены механизмы взаимосвязи между информационной открытостью участников рынка и степенью развитости фондового рынка в целом, предложены меры по устранению непрозрачности в обеспечении информационной открытости на развивающихся фондовых рынках;
* определены внешние экономические факторы, характерные для Азербайджана, замедляющие развитие национального развивающегося фондового рынка, среди которых основными являются краткосрочный спекулятивный иностранный капитал и экономические циклы глобальной экономики;
* выявлены основные экономические, технические и политические проблемы фондового рынка Азербайджана и других развивающихся фондовых рынков, в частности недостаточная финансовая глубина, слабое коллективное инвестирования и неэффективная макроэкономическая политика.

**Практическая значимость результатов исследования** заключается в том, что разработанные методические положения и выводы могут быть использованы в практической деятельности органами государственного управления и саморегулируемыми организациями в целях повышения эффективности развивающегося фондового рынка. Разработанные методические положения и рекомендации могут быть использованы заинтересованными международными финансовыми организациями при разработке мероприятий по перерастанию развивающихся фондовых рынков в более развитые рынки.

Отдельные положения диссертации можно применять в учебном процессе в высших учебных заведениях при изучении курсов "Экономическая теория", "Рынок ценных бумаг", и "Международные экономические отношения".

**Апробация диссертационной работы.** Результаты исследования, касающиеся взаимосвязи между развитием фондового рынка и социально-культурными ценностями страны, использованы «Комитетом по ценным бумагам Азербайджанской Республики» при анализе оптимального поведения населения как активного участника на рынке ценных бумаг.

Основные положения и результаты диссертационного исследования докладывались на межвузовской конференции аспирантов и докторантов Азербайджана «Теория и практика финансов и биржевое дело на современном этапе» проведенной в 2009 году в Азербайджанском государственном экономическом университете. Основные положения и результаты также обсуждались со специалистами азербайджанских и зарубежных финансовых организаций. По материалам диссертации опубликованы **5** печатных работ общим объемом **1,5** п.л. **Структура работы** и логика изложения материалов исследования подчиняется содержанию выдвинутых задач. Исследование представлено введением, тремя главами, заключением, списком использованной литературы.

**2. Основное содержание работы**

В соответствии с целью и задачами исследования в диссертации изучены следующие группы проблем.

**Первая группа проблем** заключается в выявлении основных черт функционирования развивающихся фондовых рынков и в выделении их специфических отличий от развитых и формирующихся рынков.

Фондовые рынки в экономической литературе обычно разделяют на три большие группы: развитые (developed markets), развивающиеся (developing markets) и формирующиеся (emerging markets). К странам с развитыми фондовыми рынками относится большинство развитых государств, а к странам с развивающимися и формирующимися рынками, соответственно, все остальные, развивающиеся страны. Существует прямая взаимосвязь между степенью развития фондового рынка страны и ее экономическим развитием в целом. Развитие фондового рынка осуществляется параллельно с развитием экономики страны.

Под формирующимся фондовым рынком в диссертации понимается фондовый рынок, находящийся в процессе становления своей структуры, с точки зрения участников рынка, его инструментов и операций.

Под развивающимся фондовым рынком понимается уже более-менее сформированный фондовый рынок страны, находящийся в процессе трансформации, роста и усложнения своей структуры, характеристики которого определяются развивающимся характером экономики страны в целом.

Под развитым фондовым рынком, в свою очередь, понимается фондовый рынок, находящийся на уровне высокоразвитой структуры, в полной мере адекватной экономике развитой страны.

В экономической теории и практике есть различия в определении того, в какую категорию развитости фондового рынка попадает та или иная страна и соответственно, единых определительных стандартов не существует. В связи с этим, необходимо более четкое определение критериев, по которым можно решить, в какую из трех вышеуказанных категорий попадает фондовый рынок, соответствующей страны.

По нашему мнению понятие формирующегося рынка есть понятие, фондового рынка относящееся лишь к этапу «учреждения», но не понятие, относящееся к делению фондовых рынков на развивающиеся и на развитые. Каждый уже сформировавшийся и функционирующий фондовый рынок является либо развивающимся, либо же развитым рынком. Следовательно, рассмотренные три понятия в совокупности относятся к процессу развития фондового рынка, сначала рынок формируется (формирующийся рынок), затем развивается (развивающийся рынок) и в зависимости от степени развитости фондового рынка становится развитым (развитый рынок). А вот понятия развивающегося и развитого фондового рынка, взятые отдельно от понятия формирующийся рынок, характеризуют только степень развития фондового рынка.

Степень развитости фондового рынка, в свою очередь, определяется конкретными количественными и качественными показателями.

Основными количественными показателями могут быть следующие: финансовая глубина экономики, отношение денежной массы к ВВП, внутреннего кредита к ВВП, отношение капитализации акций к ВВП, задолженности по ценным бумагам к ВВП, наличие и уровень развития рынка производных финансовых инструментов. Финансовая глубина экономики является основным количественным показателем, определяющим уровень развитости фондового рынка. Чем она глубже, тем выше капитализация фондового рынка и, следовательно, более развитым является фондовый рынок. Финансовая глубина образуется в результате развития экономики, соответственно, чем больше развивается страна, тем больше становится денежная масса в экономике.

Качественными показателями, определяющими уровень развитости фондового рынка, являются количество и надежность финансовых институтов, эффективность системы регулирования фондовых рынков, наличие адекватного законодательства, упрощенные условия для участия на рынке и высокий технологический уровень инфраструктуры. При наличии данных качественных показателей фондовый рынок эффективно функционирует и этим отражает свою высокую степень развитости.

Функционирование фондового рынка тесно взаимосвязано со структурой собственности в экономике. В современной мировой экономике существуют два полюса структуры собственности:

1. дробная или «розничная» структура с относительно небольшим влиянием государства на финансирование хозяйства. Так как этот вид структуры собственности наиболее сформировался в США и в Великобритании, принято называть эту модель англо-американской моделью, («shareholder capitalism»).
2. структура собственности, носящей «кусковый» характер, со значительной долей компаний, банков и государства в структуре собственности и в финансировании хозяйства. Эта модель свойственна таким странам как Япония, Франция и Германия («stakeholder capitalism»).

Анализ влияния структуры собственности на фондовые рынки содержится в таблице 1.

Таблица 1 Влияние структуры собственности на фондовые рынки

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | США | Велико-британия | Япония | Франция | Германия |
| Структура акционеров, в % |
| Государство | - | 0.2 | 0.5 | 3.4 | 4.3 |
| Население | 36.4 | 29.6 | 22.2 | 19.4 | 14.6 |
| Институциональные инвесторы, связанные с населением (в т.ч. инвестфонды, пенсионные фонды и страховые компании) | 44.3 | 50.1 | 22.5 | 3.9 | 20.0 |
| Корпоративные инвесторы,в т. ч. банки | 19.30.2 | 20.12.3 | 54.813.3 | 73.34.0 | 61.110.3 |
| Параметры фондовых рынков |
| Капитализация биржевых рынков акций / ВНП, в % | 117.2 | 151.0 | 60.0 | 38.5 | 28.4 |
| Внутренний кредит / Капитализация биржевых рынков акций, в % | 67.2 | 86.4 | 198.5 | 266.0 | 479.0 |
| Рыночная стоимость облигаций непогашенных внутренних эмитентов на биржевых рынках / Капитализация биржевых рынков акций, в % | 33.1 | 44.4 | 122.8 | 148.8 | 285.6 |

Источник: Deutsches Aktieninstitut e.V. DAI- Factbooks; International Federation of Stock Exchanges Annual Reports, IFC Emerging Stock Markets Factbooks, IMF- IFS 2008.

Из данной таблицы видно, что в странах с англо-саксонскими традициями, таких как США и Великобритания, институциональные инвесторы, связанные с населением (инвестиционные банки, инвестфонды, пенсионные фонды и страховые компании), владеют почти половиной собственности в экономики. С другой стороны, в таких странах, как Япония, Франция и Германия, корпоративные инвесторы доминируют в структуре собственности.

Большинство фондовых рынков мира, в отличие от англо-саксонской модели, носят долговой характер. И, действительно, при анализе 65 стран в 49 странах (75%) внутренний кредит больше капитализации рынка акций. Примерно на45-50% биржевых фондовых рынков объем облигаций превышает размеры рынка акций.

Схожие тенденции по концентрации собственности на акционерные капиталы, на создание их «кусковой» структуры, препятствующей формированию массового и ликвидного рынка акций, характерны и для стран- членов СНГ, в том числе и Азербайджана.

По данным Мирового банка, очевидно, что в этих странах за последнее время повысилась доля менеджеров как контролирующих собственников. При снижении участия персонала в акционерной собственности, доля розничных инвесторов крайне мала.

Проведенный сравнительный анализ показывает, что в Азербайджане преобладает тенденция к созданию оптовой структуры собственности, основанной на доминировании крупных корпоративных, а в дальнейшем и фамильных собственников, вместо более раздробленной и розничной англо-саксонской модели. Эта тенденция не является чисто региональным явлением. Она свойственна большинству стран, прежде всего странам с переходными или развивающимися экономиками.

В фундаменте структуры собственности экономики в большой степени «заложено» социально-экономическое поведение населения. Традиционные ценности населения, как например, национальный характер, религия и традиция, в свою очередь, влияют на так называемое экономическое поведение субъектов на фондовом рынке и других финансовых рынках. Соответственно, развитие фондового рынка зависит не только от чисто экономических тенденций, но также и от ряда социально-культурных факторов. К основным социально-культурным факторам можно отнести особенности национального поведения, культурных и религиозных традиций.

К примеру, можно обратить внимание на то, как религия в некоторых странах играет важную роль в развитии фондового рынка. Прототипом такого явления является ислам и его воздействие на исламские страны. Исламская традиция проявляет себя в форме исламских финансов, как формы финансового рынка, основанной на соблюдении запрета ислама на взимание процента. Исламские финансовые институты не могут взимать заранее установленный процент, ведут операции в форме долевых участий, сдачи имущества, купленного банком для клиента, в аренду (арендная плата не запрещена), приобретения имущества и перепродажи его банком клиенту в рассрочку с надбавкой, отражающей плату за риск.

Результаты для рынка ценных бумаг - отсутствие рынка облигаций. Так, в Пакистане, Бахрейне, Иране рынки облигаций отсутствуют.

Следовательно, в рамках исламских финансов трудно ожидать возникновения массового розничного инвестора в ценные бумаги, принимающего высокие риски, ориентированного на масштабные и ликвидные фондовые рынки, для которого бы индивидуализм в принятии финансовых решений являлся бы значащей ценностью.

В результате можно сделать вывод, что уровень развития фондового рынка в развивающей стране непосредственно зависит от наличия трех факторов: стабильного макроэкономического развития страны, розничной структуры собственности в экономике и традиционных ценностей населения, поощряющих или препятствующих их активному участию на фондовом рынке.

Страны с развивающимися фондовыми рынками представляют неоднородную группу. Тем не менее, существуют определенные общие черты свойственные развивающимся фондовым рынкам, которые отличают их от развитых рынков:

Самая яркая черта это большая неустойчивость их фондовых рынков по сравнению с рынками развитых стран и соответственно высокий уровень ценовых рисков. Волатильность развивающихся фондовых рынков, выраженная показателем среднеквадратического отклонения курсов акций, в расчете на год в 3-4 раза выше, чем у развитых рынков.

Другая отличительная черта это объемы рынка. Во всех странах с развивающимися рынками относительные размеры фондовых рынков (по отношению к ВВП) в несколько раз ниже, чем в развитых странах, хотя по отдельным показателям бывают и исключения.

С точки зрения финансирования субъектов экономики, также существуют различия. Во всех странах с развивающимися фондовыми рынками банковский кредит заметно превышает такой источник финансирования предприятий, как ценные бумаги. В отличие от развитых стран здесь институциональные инвесторы, особенно пенсионные фонды и страховые компании, играют незначительную роль на рынке капиталов.

Такая характерная черта, безусловно, имеет свое отражение на структуру собственности в стране, что и подтверждается тем фактом, что развивающиеся фондовые рынки, как правило, отличаются высоким уровнем концентрации по сравнению с развитыми странами. На долю 10 крупнейших эмитентов акций часто приходится от 50% и выше всей капитализации и оборота, тогда как этот показатель в развитых странах выглядит следующим образом; 15% в США, 17 % в Японии и 24% в Великобритании. Для банковских систем этих стран характерен высокий уровень концентрации активов у нескольких крупнейших финансовых учреждений. Так, в Китае, например, на долю четырех крупнейших банков (все государственные) приходится примерно 70% всех активов. В Азербайджане пяти крупнейшим банкам принадлежат 40% активов.

Последняя отличительная черта стран с развивающимися фондовыми рынками эта высокая доля госкорпораций в структуре собственности экономики. Практически все развивающиеся страны характеризовались довольно значительным уровнем вмешательства государства в экономику и совсем незначительной по срокам историей существования корпораций, созданных при участии государства. Во всех этих странах присутствовал частный сектор, однако среди крупных корпораций значительную роль играли именно госкорпорации, финансовое состояние которых в долгосрочной перспективе предсказать невозможно.

Подводя итоги сравнительного анализа отличий развивающихся фондовых рынков от развитых рынков, можно сделать следующий вывод: основная задача Азербайджанской Республики и других стран с развивающимися фондовыми рынками - создать национальные рынки капиталов с достаточной внутренней ликвидностью, разумными правовыми нормами и достаточным количеством эмитентов. Пока же главные инвесторы, решения которых определяют обозримую конъюнктуру мировых рынков капитала, находятся в развитых странах, в таких как США, Япония и страны Западной Европы.

Проанализировав опыт развитых стран, можно предположить, что ключ к стабилизации фондового рынка Азербайджана — это создание полноценной системы институтов совместного инвестирования, которые даже при расцвете сырьевых рынков в развивающихся странах остаются инвесторами номер один на мировом фондовом рынке и активно экспортируют капитал туда, где его не хватает.

**Вторая группа проблем,** исследованных в диссертации,касается вопросов выявления основных проблем функционирования развивающегося фондового рынка, к которым относятся недостатки в ценообразовании, отсутствие информационной открытости эмитентов рынка и негативное влияние краткосрочного спекулятивного иностранного капитала на развитие развивающегося рынка ценных бумаг.

Основной функцией фондового рынка является перераспределение финансовых ресурсов, трансформация сбережений в инвестиции. Рынок может эффективно выполнять эту функцию при условии «справедливого» ценообразования, равенства участников торговли в части равных возможностей принятия решений, которые основываются на открытости и общедоступности информации о рынке, равных возможностях влияния на формирование цен. Следовательно,своеобразие любого фондового рынка, в том числе и развивающегося, в частности, выражается в особенностях формирования цены или курса обращающихся на нем финансовых продуктов.

Концепция «справедливой» рыночной цены, независимо от многочисленных теоретических «концепций» самих рынков, занимает исключительно важное место, как в финансовой теории, так и в практике. Это объясняется важностью определения цен на финансовые активы, которые в своей основе определяются на базе будущих платежей по данным активам. Абсолютно эффективным можно было бы назвать рынок, на котором цена на каждую ценную бумагу всегда равна ее инвестиционной стоимости, то есть стоимости бумаги в данный момент с учетом перспективной оценки уровня цены спроса на нее и доходов по ней в будущем.

Также степень эффективности рынка определяется доступностью информации, на основании которой можно оценить инвестиционную стоимость.

Несмотря на то, что около 80% государств с развивающимися фондовыми рынками приняли законы об инсайдерской торговле, тем не менее, при этом большинство развивающихся рынков отличаются высоким уровнем непрозрачности в виде коррупции и манипуляции цен с использованием инсайдерской информации. Репутация и надежность дилеров на фондовом рынке фактически не имеют какого-либо значения, отсутствует и давление со стороны других участников рынка. Законодательство о злоупотреблениях на рынке ценных бумаг не дает должного эффекта, прежде всего по причине отсутствия эффективного мониторинга и справедливого регулирования фондового рынка.

Проведенный анализ подтвердил, что манипуляция цен, инсайдерская торговля и наличие коррупции искажают проблемы ценообразования и создают почву для незаконной спекуляции. Все эти проблемы чаще всего образуются тогда, когда участники рынка не владеют одинаковой информацией. Иными словами, информационная асимметрия создает возможность некоторым участникам рынка быть в преимущественном положении по сравнению с другими и воспользоваться этим статусом. В таком случае участники рынка, не владеющие полной информацией чувствуют себя в менее преимущественном положении и теряют стимул активного участия на рынке, так как не владеют информацией о дальнейшем движении цен. С этой точки зрения, возникает другая проблема развивающихся фондовых рынков - проблема обеспечения информационной открытости участников фондового рынка.

Развитая система раскрытия информации, которая удовлетворяет принципам полноты, достоверности, оперативности и равнодоступности раскрываемой на рынке ценных бумаг информации, является существенным фактором роста капитализации, повышения ликвидности рынка ценных бумаг, снижения инвестиционных рисков и общего укрепления доверия общества к рынку капитала. Именно такая система способствует притоку новых средств в реальный сектор экономики, оказывает положительное влияние на темпы экономического роста и является одним из ключевых элементов эффективного регулирования фондового рынка. Раскрытие информации, информационная прозрачность всех участников процесса выпуска и обращения ценных бумаг является имманентным условием свободного и справедливого рынка.

Прозрачность и справедливость рынка способствуют укреплению доверия общества к рынку капитала и, следовательно, оптимизации преобразования сбережений в инвестиции и перетоку капитала в наиболее эффективные отрасли и компании, что, в конечном счете, ведет к экономическому росту и повышению благосостояния населения. Это становится возможным за счет того, что надлежащее раскрытие информации обеспечивает свободу выбора инвесторами рисков, создает предпосылки адекватной защиты прав и интересов инвесторов, ведет к образованию справедливых цен и предотвращает «провалы» рынка.

Непрозрачный фондовый рынок оказывается имманентно недокапитализированным еще и потому, что механизм ценообразования на таком рынке подпадает под обобщенную категорию голландского аукциона. Конструкция этого аукциона такова, что при малом числе покупателей у них отсутствует стимул указывать в закрытых заявках свою истинную субъективную оценку актива, занижая продажную цену.

Таким образом, в условиях непрозрачности и недостаточной массовости рынка цена активов будет не только усредняться, но и в целом занижаться. Этот факт подчеркивает, то, что в прозрачном и массовом рынке заинтересованы не только инвесторы, но и эмитенты. Следовательно, они оказываются объективно заинтересованными в существовании системы раскрытия информации. Для них непосредственным преимуществом полного и достоверного раскрытия информации является рост оценки их активов и соответственно более выгодные условия привлечения финансовых ресурсов.

Исследования, проведенные Standard & Poor's по изучению уровня прозрачности и раскрытия информации на глобальных рынках капитала, показали, что развивающиеся фондовые рынки демонстрируют низкий уровень прозрачности по сравнению с развитыми рынками, что видно из табл. 2.

**фондовый рынок финансовый ресурс**

Таблица 2Сравнение уровня прозрачности и раскрытия информации на глобальных рынках капитала

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Регион | Общая оценка | Структура собственности и отношения с инвесторами | Финансовая прозрачность | Состав и прозрачность процедур работы совета директоров | Количество компаний |
| Европа | 58 | 46 | 73 | 51 | 351 |
| США | 70 | 52 | 77 | 78 | 500 |
| Латинская Америка | 31 | 28 | 58 | 18 | 89 |
| Азиатские развивающиеся | 40 | 39 | 54 | 27 | 253 |
| cтраны |
| Азербайджан | 39 | 31 | 41 | 29 | 42 |

Источник: Standard & Poor's Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results — United States 2008

Приведенные данные демонстрируют, что по сравнению с развитыми рынками во многих развивающихся фондовых рынках, в том числе и в Азербайджане, относительно низкий уровень прозрачности рынка. Следовательно, наличие непрозрачности в раскрытии информации на рынке является одним из основных проблем развития развивающихся фондовых рынков.

Общей характеристикой развивающихся стран является значительное влияние иностранных, по большему счету западных, инвестиций на развитие национальной экономики. В соответствии с экономической теорией, иностранные инвестиции положительно влияют на темпы развития промышленности страны, так как иностранный инвестор, вкладывая свой капитал, создает дополнительные ресурсы, что в свою очередь увеличивает экономический потенциал данной страны. Однако далеко не всегда можно сказать то же самое и про влияние иностранного финансового капитала на развитие фондового рынка развивающейся экономики. Мировые финансовые кризисы за последние пару десятилетий показали, что быстрый приток западного капитала может обернуться таким же быстрым оттоком капитала с развивающегося фондового рынка при кризисных обстоятельствах.

Стратегии иностранных инвесторов на развивающихся фондовых рынках были проанализированы в исследовании «Обзор настроений в отношении развивающихся рынков» (S&P Emerging Markets Sentiment Survey), проведенным S&P в 2007 году, с целью наблюдения за тенденциями и динамикой инвестиций в развивающиеся рынки. Исследования были проведены на основании опроса более чем 150 крупнейших мировых компаний, под управлением которых на развивающихся рынках находятся активы общим объемом свыше 500 млрд. долларов США. В результате опроса, практически каждый второй респондент заявил, что основным фактором, влияющим на инвестиционные решения в отношении развивающихся рынков, являются риски, присущие той или иной стране. Более половины выразили обеспокоенность возможным влиянием растущего использования кредитных и фондовых деривативов на фоне затяжной волатильности развивающихся рынков.

Недоверие иностранных инвесторов в долгосрочную перспективу развивающихся фондовых рынков объясняется тем, что развивающиеся фондовые рынки характеризуются более высокой волатильностью и рыночным риском по сравнению с развитыми рынками.

Данную проблему также надо рассмотреть с точки зрения синхронности в движении индексов развивающихся фондовых рынков. К примеру, в некоторых случаях индексы разных по своему развитию фондовых рынков, расположенных в разных географических зонах, могут показать одинаковую тенденцию. Это объясняется тем, что крупные глобальные инвесторы рассматривают все развивающиеся фондовые рынки как представителей одной группы.

К примеру, конъюнктура азербайджанского фондового рынка, в свою очередь, обнаруживает в обычных условиях мало связей с развивающимися рынками Азии и Европы (табл. 3-4). Ценовая конъюнктура рынков формируется асинхронно.

Таблица 3Связь динамики между рынком ценных бумаг Азербайджана и развивающихся фондовых рынков стран Азии

|  |
| --- |
| Коэффициенты корреляции между фондовыми индексами. |
|  | Индо-незия | Малай-зия | Таи-ланд | Синга-пур | Фили-пины | Индия | Паки-стан | Тай-вань | Корея |
| Азербайджан: 1995-2008 (декабрь 1995 – декабрь 2008) |
|  | 0,180 | 0,165 | -0,189 | 0,031 | -0,020 | 0,345 | 0,5205 | 0,690 | -0,188 |
| Азербайджан: 1998 (январь 1998 – декабрь 1998) |
|  | 0,718 | 0,940 | 0,735 | 0,737 | 0,580 | 0,934 | 0,899 | 0,885 | 0,082 |

Таблица 4 Связь динамики между рынком ценных бумаг Азербайджана и развивающихся фондовых рынков стран Европы

|  |
| --- |
| Коэффициенты корреляции между фондовыми индексами. |
|  | Польша | Венгрия | Чехия | Турция |
| Азербайджан: 1995-2008 (декабрь 1995 – декабрь 2008) |
|  | 0,435 | 0,369 | 0,163 | 0,354 |
| Азербайджан: 1998 (январь 1998 – декабрь 1998) |
|  | 0,813 | 0,775 | 0,491 | 0,850 |

Источник: www.msci.com

Вместе с тем, очевидно, что в условиях повышенной волатильности в конце 2008 г., как и было в 1998 году, когда отдельные развивающиеся рынки испытывали рыночные шоки, риски и бегство капитала немедленно переносились международными инвесторами на другие рынки. Например, в кризисный 2008 г. азербайджанский фондовый рынок оказался связан фактически функциональной зависимостью с большинством рынков, динамика которых обычно автономна от него.

Таким образом, данные проведенных исследований показывают, что в долгосрочном плане положительная динамика (как и, вообще, позитивное развитие) рынков ценных бумаг невозможна вне растущей экономики. Динамика фондовых рынков производна от долгосрочных экономических циклов.

В связи с этим стоит заключить, что чем ближе развивающиеся страны к развитым странам, с точки зрения уровня развития национальной экономики, тем более устойчивыми являются их фондовые рынки, прежде всего, в ощущении иностранных инвесторов и тем меньшие значения рыночного риска испытывают в долгосрочной перспективе. Следовательно, влияние иностранной спекуляции на фондовом рынке непосредственно зависит от уровня развитости экономики страны.

**Третья группа проблем** связана с определением основных экономических, технических и политических условий перерастания развивающегося фондового рынка в развитый фондовый рынок.

На пути перерастания в развитый рынок каждый развивающийся фондовый рынок встречается с разными экономическими проблемами, которые являются препятствием дальнейшего развития. Экономические проблемы перерастания развивающегося фондового рынка в развитый рынок можно классифицировать следующим образом.

Первая проблема развивающегося фондового рынка это недостаточная внутренняя ликвидность экономики для развития фондового рынка, иными словами, недостаточная финансовая глубина экономики. Ключевым показателем «финансовой глубины» считается монетизация хозяйственного оборота, степень его насыщенности деньгами, обычно измеряемая коээфициентом «Деньги + Квази-деньги / Валовой внутренний продукт», рассчитываемым по «International Financial Statistics» (публикуется МВФ).

С нарастанием финансовой глубины экономики, со всё более полным удовлетворением финансовых потребностей, возникающих в связи с развитием хозяйства, формируетсянеобходимость во всё более крупных, ликвидных, массовых финансовых рынках, являющихся механизмом, перераспределяющим денежные ресурсы на цели развития.

Анализ по 50 развивающимся и 19 развитым фондовым рынкам показал, что чем более насыщена экономика денежными ресурсами, тем большее значение в хозяйственном обороте имеет фондовая составляющая, тем выше капитализация рынка акций по отношению к валовому продукту.

Вторая экономическая проблема перерастания в развитый фондовый рынок - это неразвитость системы институтов коллективного инвестирования (инвестиционные компании и фонды совместного инвестирования), а также существование сравнительно низкой доли небанковских финансовых институтов в финансовых активах в странах с развивающимися фондовыми рынками. К примеру, сейчас в Азербайджане доля небанковских финансовых институтов – 3-4%, в США – в конце 90-х г.г. XIX века – 8-10%, в 40-х г.г. –35-40%, в 90-х г.г. – 60-70%.

Третья экономическая проблема перерастания - это неэффективная макроэкономическая политика развивающихся стран. Развитие фондового рынка напрямую зависит от политики стимулирования экономического роста, но не всегда развивающиеся страны ведут правильную и грамотную политику.

Техническими проблемами перерастания развивающегося фондового рынка в развитый рынок, связанны с технологической инфраструктурой фондового рынка, а также юридические проблемы, например, в виде неразвитой концепции защиты прав инвесторов. В развивающихся фондовых рынках концепция защиты прав инвесторов и эмитентов не совсем развита. Иными словами, есть необходимость в приведение ее к содержанию, принятому в международном сообществе.

Помимо экономических и технических проблем развивающийся фондовый рынок также может встретиться с политическими проблемами на пути своего развития. Политические проблемы могут быть в виде политических препятствий, искусственно созданных со стороны развитых рынков с целью недопущения дополнительной конкуренции.

В заключении обобщены результаты проведенного исследования, сформулированы выводы и предложения.

**Основные положения диссертационного исследования изложены в следующих статьях:**

1. Гараханов Н.Н. Взаимосвязь развития фондового рынка со структурой собственности в экономике // Вестник университета (ГОУВПО «Государственный университет управления»). № 16. 2009. (0,3 п.л.) (рекомендован ВАК).

2. Гараханов Н.Н**.** Взаимосвязь развития фондового рынка с социально-культурными традициями // Вестник университета (ГОУВПО «Государственный университет управления»). № 18. 2009 (0,3 п.л.) (рекомендован ВАК).

3. Гараханов Н.Н. Запутанность в ценообразовании на рынке ценных бумаг // Журнал «Экономика и финансы» № 3 (142). 2008. (0,3 п.л.).

4. Гараханов Н.Н. Тенденции развития формирующихся фондовых рынков по итогам 2007 г // Журнал «Проблемы Экономики» № 2 (30). 2009. (0,3 п.л.).

5. Гараханов Н.Н. Проблемы обеспечения информационной открытости рынка ценных бумаг // Журнал научных публикаций аспирантов и докторантов. № 4. 2009. (0,3 п.л.).