

0- 791022

На правах рукописи

Чигринская Александра Павловна

ИНТЕГРАЦИЯ РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИИ И СТРАН СНГ

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит
08.00.14 – Мировая экономика

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва - 2011



Работа выполнена на кафедре «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»
ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации».

Научный руководитель	кандидат экономических наук, профессор Сребник Борис Владимирович
Официальные оппоненты	доктор экономических наук, профессор Буренин Алексей Николаевич кандидат экономических наук Хомякова Любовь Игоревна
Ведущая организация	Учреждение Российской академии наук «Институт экономики РАН»

Защита состоится 15 декабря 2011 г. в 14:00 часов на заседании совета по защите докторских и кандидатских диссертаций Д 505.001.02 при ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д.49, ауд. 406.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д.49, комн. 203.

Автореферат разослан 14 ноября 2011 г. Объявление о защите диссертации и автореферат диссертации 14 ноября 2011 г. размещены на официальном сайте ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»: <http://www.fa.ru> и направлены для размещения в сети Интернет Министерством образования и науки Российской Федерации по адресу: referat_vak@mon.gov.ru

Ученый секретарь совета Д 505.001.02,
к.э.н., доцент



Е.Е. Смирнова



1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования

Современный этап экономического развития многих стран характеризуется увеличивающимся взаимодействием их экономик, что в полной мере относится и к финансовым рынкам. За последние десятилетия национальные финансовые, равно как и фондовые^{*}, рынки претерпели существенные изменения: произошла трансформация их инфраструктуры, увеличились потоки капиталов между ними в рамках разных стран, усилилось их взаимовлияние и взаимозависимость.

Все это во многом продиктовано процессами глобализации и интеграции, которые представляют собой результат развития интернационализации национальных экономик, происходящей в контексте институциональных трансформаций: снятия административных и экономических ограничений, принятия и признания международных стандартов и кодексов.

Фондовый рынок России и других стран СНГ не находятся в стороне, на них также имеют место указанные тенденции. В процессе глобализации растет интерес к ним участников из развитых стран, динамика многих из них зависит от динамики развитых рынков. Однако в результате усиления взаимодействия и взаимозависимости возрастает уязвимость национальных экономик, увеличивается скорость распространения финансовых кризисов, открытие границ несет в себе риск утраты национальной инфраструктуры рынка и превращения его в периферийный сегмент более развитого рынка. Наряду с этим на рынках ценных бумаг стран СНГ имеют место отдельные интеграционные процессы, которые, как показывает наиболее успешный зарубежный опыт, при условии достаточного развития позволяют снизить риски глобализации за счет создания более прочного и устойчивого формирования. В этих условиях актуальным видится стимулирование интеграции фондовых рынков постсоветского пространства, позволяющей создать конкурентное рыночное пространство, способное занять определенную нишу на мировой арене и снизить уязвимость национальных экономик во время кризиса. В связи с этим необходимо проведение теоретического анализа интеграции фондовых рынков, изучение опыта европейских стран, наиболее продвинувшихся в этом вопросе с целью поиска и разработки механизмов,

^{*} Понятия «фондовый рынок» и «рынок ценных бумаг» используются как синонимы. Рынок ценных бумаг рассматривается как часть финансового рынка.

способствующих созданию условий для развития интеграции рынков ценных бумаг стран СНГ.

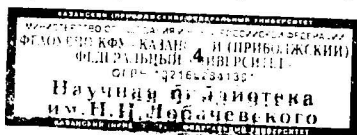
Степень научной разработанности проблемы

Интерес к исследованиям в области экономической интеграции наблюдается уже довольно долго, в связи с этим данный вопрос достаточно глубоко и всесторонне изучен. Им занимались также зарубежные экономисты, как Б. Балашша (B. Balassa), Х. Бернард (H. Bernard), Г. Галати (G. Galati), Д. Гендерсон (D. Henderson), А. Ламфалусси (A. Lamfalussy), Ф. Махлуп (F. Machlup), П. Николаидес (P. Nicolaidides), С.М.Суранович (S. M. Suranovic) и др. Среди российских авторов следует назвать Е.Ф. Авдокушина, О.В. Буторину, А.В. Захарова, В.Н. Зуева, Л.Н. Красавину, А.М. Либмана, М.М. Максимова, В.В. Обуховского, И.М. Осадчую, Б.М. Смитиенко, Г.Н. Суслина, И.П. Фоминского, Е.С. Хесина, О.В. Хмыз, Н.А Черкасова, В.Н. Шенаева, Ю.В. Шишкова и др.

Вместе с тем исследований по финансовой интеграции значительно меньше. Некоторые вопросы в этой области изучались такими зарубежными учеными, как А.С. Бенетрикс (Agustin S. Benetrix), П.-Ф. Гонидек (P.-F. Gonidek), Р. Гарвин (R. Gharvin), К. Ланноо (K. Lannoo), Ф.Р. Лейн (Philip R. Lane), С. Уолти (Sebastien Walti) и др., а также российскими экономистами – В.Н. Абрамовым, В.Р. Евстигнеевым, Е.Ф. Жуковым, В.Ю. Мишиной, В.С. Пищиком, Б.Б. Рубцовым и др.

Вопросы интеграции фондовых рынков являются наименее изученными как в России, так и за рубежом. Исследования в этой области в основном касаются каких-то отдельных аспектов или элементов этого процесса и имеют чаще всего определенную практическую значимость. В частности, в основном они касаются интеграции инфраструктуры фондовых рынков, которой посвящены исследования таких российских экспертов и специалистов-практиков как Г.В. Аксенова, Е.И. Курицына, А.Э. Рыбников, Д.В. Соловьев, а также зарубежных экспертов - А. Джованнини (A. Giovannini), Ж.де Ларозьер (Jacques de Larosière). На общем фоне выделяются работы М.Ю. Головинна, которые имеют относительно всеобъемлющий характер, но при этом рассматриваются в основном в рамках финансовой интеграции, а также работы З.Ю. Хугати, посвященные фондовым рынкам стран ЕС в условиях интеграции.

Отсутствие в России и других странах СНГ проработанных теоретических представлений об интеграции фондовых рынков препятствует формированию



эффективных методических документов, которые бы способствовали созданию условий для ее развития на постсоветском пространстве. Фрагментарные сведения о существующих процессах сближения и взаимопроникновения отдельных элементов фондовых рынков стран СНГ без учета условий, в которых они происходят, не позволяют выделить ограничения, препятствующие их развитию, и затрудняют разработку результативных рекомендаций по их стимулированию.

Таким образом, степень разработанности темы диссертации является недостаточной, что обуславливает актуальность исследования.

Цель и задачи исследования

Целью исследования является развитие теоретических представлений об интеграционных процессах на финансовых рынках, а также выявление возможностей и разработка рекомендаций по углублению интеграции рынков ценных бумаг России и других стран СНГ.

Для достижения цели исследования поставлены следующие **задачи**:

- на основе обобщения научных взглядов в области экономической интеграции развить понятийный аппарат и раскрыть содержание интеграции рынков ценных бумаг;
- на основе ретроспективного анализа взаимодействия фондовых рынков раскрыть процесс развития их интеграции, а также выявить факторы, способствующие интеграции;
- определить показатели оценки интеграции рынков ценных бумаг;
- оценить состояние интеграции европейских рынков ценных бумаг на основе исследования развития этого процесса и анализа гармонизации европейского законодательства; определить возможность использования опыта ЕС странами СНГ;
- выделить особенности фондовых рынков стран СНГ как объектов интеграции, определить степень гармонизации их инфраструктуры; раскрыть проблемы в области регулирования рынка ценных бумаг в России и других странах СНГ, препятствующие интеграции;
- разработать комплекс мер по гармонизации законодательства рынков ценных бумаг на постсоветском пространстве в целях развития их интеграции.

Объектом исследования являются рынки ценных бумаг России и других стран СНГ.

Предмет исследования – процесс интеграции фондовых рынков.

Методологическую и теоретическую основу исследования составляет системный анализ, позволяющий выявить причинно-следственные связи между событиями. Использовались также метод аналогий, сравнительный и статистический анализ данных, экспертный анализ.

Информационную базу исследования составили статистические данные и материалы Банка международных расчетов, Международного валютного фонда, Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), Европейской комиссии, Статистического бюро Европейских Сообществ (Евростат), ЮНКТАД, Всемирного банка, Мировой федерации бирж, Международной организации комиссий по ценным бумагам, Европейской организации фондовых бирж, Исполкома СНГ, МАБ СНГ, АЦДЕ, национальных регуляторов рынков ценных бумаг стран СНГ, фондовых бирж постсоветского пространства, национальных органов статистики стран СНГ, а также материалы по теме исследования, собранные во время научных встреч в университетах Украины и Казахстана.

Исследование выполнено в рамках п. 6.2. «Определение форм и способов интеграции России, регионов и корпораций в мировой рынок ценных бумаг» и п. 6.7. «Государственное регулирование фондового рынка» Паспорта специальностей ВАК (экономические науки) по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит»; а также в рамках п. 5 «Интеграционные процессы в развитых и развивающихся регионах мирового хозяйства, закономерности развития этих процессов, оценка интеграционных перспектив различных торгово-экономических блоков» по специальности 08.00.14 – «Мировая экономика».

Диссертационная работа ограничивается рассмотрением рынков корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций), оставляя за рамками анализа государственные ценные бумаги, инструменты денежного рынка и производные финансовые инструменты. Термины «фондовый рынок» и «рынок ценных бумаг» используются как синонимы, термин «постсоветское пространство» используется для описания не всех стран, а только тех, которые входят в СНГ. В рамках исследования анализируется опыт интеграции фондовых рынков стран Евросоюза (ЕС), ввиду того, что рынки ЕС дальше продвинулись в этом вопросе.

Научная новизна исследования заключается в раскрытии содержания и теоретическом обосновании представлений об интеграции рынков ценных бумаг и

разработке рекомендаций по регулированию фондовых рынков стран СНГ в целях развития их интеграции.

Научную новизну отражают следующие результаты исследования:

По специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит:

1. На основе анализа трактовок содержания категории «экономическая интеграция» и изучения практики предложено понятие интеграции рынков ценных бумаг, которое в контексте работы представлено как процесс переплетения капитала участников и объединения в единое целое разрозненной инфраструктуры рынков ценных бумаг стран одного региона путем усиления их взаимодействия и взаимовлияния, сближения и взаимопроникновения. В качестве основных блоков интеграции фондовых рынков выделены: интеграция участников рынков, представляющих спрос и предложение, и интеграция инфраструктуры.

2. На основе комплексного сравнительного анализа рынков ценных бумаг стран СНГ (участников, инфраструктуры, финансовых инструментов) определены особенности фондовых рынков постсоветского пространства как объектов интеграции (они проявляются по следующим позициям: основным участникам, инфраструктуре, объемам рынков и их роли в экономике), а также выявлены проблемы их регулирования в условиях интеграции (главная из которых - отсутствие законодательно закрепленных возможностей по эффективному взаимодействию рынков).

3. Предложены и научно обоснованы рекомендации по регулированию рынков ценных бумаг России и других стран СНГ, составляющие комплекс мер (для наднациональных организаций, национальных органов государственной власти, саморегулируемых и иных организаций), направленных на развитие и повышение эффективности интеграции фондовых рынков стран постсоветского пространства.

По специальности 08.00.14 – Мировая экономика:

1. По результатам ретроспективного анализа взаимодействия национальных рынков выявлена цикличность развития интернационализации фондовых рынков на региональном и глобальном уровнях, предложена периодизация этого процесса, определен период зарождения и логика развития их интеграции и сделан вывод о ее нелинейном характере. Выявлены и систематизированы факторы, способствующие развитию международной интеграции рынков ценных бумаг (историко-культурные, общеэкономические, экономико-регулятивные и научно-технические).

2. Предложена система показателей интеграции фондовых рынков (прямые, отражающие внешние проявления процесса интеграции, и косвенные, характеризующие последствия развития этого процесса).

3. Определены возможности использования опыта Евросоюза для развития интеграции фондовых рынков стран СНГ на основе анализа развития нормативной базы интеграционного процесса на рынках ценных бумаг стран ЕС. Рассмотрены результаты применения директив, закладывающих основы регулирования общего рынка ценных бумаг. По итогам этого сделан вывод об основополагающем влиянии унификации и гармонизации нормативной базы, стандартизации правил и условий работы на рынках на развитие их интеграции. Показано, что формирование интегрированной инфраструктуры фондовых рынков происходит также и за счет концентрации капитала участников. По результатам оценки уровня развития интеграции фондовых рынков в ЕС сделан вывод о разной степени интеграции отдельных их сегментов.

Теоретическая значимость исследования заключается в развитии и углублении знаний о закономерностях интеграционного процесса на финансовых рынках. Выводы, полученные в ходе диссертационного исследования, могут послужить основой для дальнейших научных разработок по данной проблематике.

Практическая значимость исследования определяется тем, что в работе содержатся рекомендации, направленные на развитие и повышение эффективности интеграции фондовых рынков стран постсоветского пространства. Основными из которых являются:

– реформирование системы регулирования интеграционного процесса (решение проблем результативности инструментов унификации, формирование эффективных систем разработки наднациональных нормативных актов и имплементации наднациональных норм в законодательства стран СНГ);

– создание условий, способствующих углублению интеграции рынков ценных бумаг (решение задач повышения уровня развития фондовых рынков, гармонизация структуры рынков, регулирующего их законодательства и практики работы на них).

Положения, выводы и рекомендации, содержащиеся в работе, могут быть использованы как органами регулирования рынка ценных бумаг для разработки нормативных документов, так и в учебном процессе в ВУЗах экономического профиля для преподавания дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Зарубежные финансовые

рынки», «Мировая экономика и международные экономические отношения», «Международные валютно-кредитные отношения».

Апробация и внедрение результатов исследования

Отдельные аспекты исследования докладывались и получили положительную оценку на Ш международном научном форуме «Рыскуловские чтения» (КАЗЭУ, Алматы, Казахстан, 2008 г.), международных конференциях «Страны с переходной экономикой в условиях глобализации» (РУДН, Москва, Россия, 2009 г.), «Страны с развивающимися рынками в условиях финансово-экономического кризиса» (РУДН, Москва, Россия, 2011 г.), различных межвузовских конференциях: «Финансовый рынок России. Теория и практика развития» (МГИМО, Москва, Россия, 2008 г.), «Цели долгосрочной макроэкономической и финансовой политики России до 2020 г.» (Академия бюджета и казначейства, Москва, Россия, 2008 г.), «Актуальные проблемы глобальной экономики» (РУДН, Москва, Россия, 2008 г.), а также на заседании «круглого стола» на тему «Российский финансовый рынок: проблемы повышения его конкурентоспособности и роли в инновационном развитии экономики» (Финакадемия, Москва, Россия, 2008 г.).

Диссертация выполнена в рамках исследований Финансового университета, проведенных в соответствии с комплексной темой «Пути развития финансово-экономического сектора России» по кафедральным подтемам «Интеграционные процессы в мировой экономике в условиях глобализации», «Формирование эффективной структуры финансовых рынков», а также связана с исследованиями, проводимыми в рамках Тематического плана 2011 г. по проекту «Перспективы экономической интеграции в регионе СНГ в посткризисный период».

Материалы диссертации используются в практической деятельности Департамента инвестиционного проектирования, финансового консультирования и оценки ОАО «ИК «ЕВРОФИНАНСЬ». В частности, выявленные особенности структуры фондовых рынков стран СНГ, их инфраструктуры и практики функционирования применяются при сопровождении сделок клиентов, в т.ч. с ценными бумагами иностранных эмитентов или с иностранными контрагентами (Армении и Таджикистана), что позволило диверсифицировать структуру консалтинговых услуг компании за счет развития нового направления финансового консультирования.

Отдельные положения и практические рекомендации диссертации используются в учебном процессе на кафедре «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» Финансового университета для преподавания дисциплин «Рынок ценных бумаг» и «Зарубежные финансовые рынки», а также на кафедре «Мировая экономика и международный бизнес» для преподавания дисциплины «Мировая экономика и международные экономические отношения» и курса по выбору «Интеграционные процессы в СНГ».

Внедрение результатов исследования подтверждено соответствующими документами.

Публикации. Существенные положения диссертации, отражающие основные результаты исследования, опубликованы в 5 работах общим объемом 1,97 п.л. (весь объем авторский), в том числе 2 статьи авторским объемом 0,62 п.л. – в журналах, определенных ВАК.

Структура и объем исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии и приложений (табл. 1). Основной текст диссертации изложен на 168 страницах компьютерного текста, содержит 18 таблиц и 26 рисунков.

Библиография содержит 214 наименований.

Таблица 1. Структура исследования

Название главы	Название параграфа	Количество		
		таблиц	рисунков	приложений
Введение				
Глава I Интеграция национальных фондовых рынков: теоретические аспекты	1.1 Интеграция фондовых рынков как предмет экономического исследования		2	1
	1.2 Логика развития интеграции как высшей ступени интернационализации фондовых рынков		2	2
Глава II Процессы интеграции рынков ценных бумаг стран Евросоюза	2.1 Развитие нормативной базы интеграционного процесса на фондовых рынках стран ЕС	1	4	1
	2.2 Интеграция инфраструктуры европейских рынков ценных бумаг		4	4
	2.3 Показатели интеграции фондовых рынков стран ЕС	2	6	1
Глава III Возможности и перспективы развития интеграции фондовых рынков России и других стран СНГ	3.1 Особенности рынков ценных бумаг стран СНГ	11	7	4
	3.2 Предпосылки и препятствия на пути интеграции фондовых рынков постсоветского пространства	3		2
	3.3 Предложения по регулированию фондовых рынков в целях развития их интеграции	1	1	
Заключение				
Библиография				

2. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В соответствии с поставленной целью и задачами исследования в диссертационной работе рассматриваются следующие группы проблем.

Первая группа проблем посвящена теоретическим положениям по интеграции рынков ценных бумаг.

Анализ различных научных взглядов на определение категории «экономическая интеграция» позволил прийти к выводу, что к настоящему времени сложилось два принципиально разных подхода к его трактовке как в отечественной, так и зарубежной экономической литературе. В соответствии с первым подходом интеграцию рассматривают как открытие границ и встраивание национальной экономики в мировую, т.е. под интеграцией понимается рост экономической открытости безотносительно факта вхождения страны в тот или иной региональный экономический союз. В соответствии со вторым подходом интеграцию определяют как сугубо региональный процесс, причем либо формально с позиции заключения договора о создании единого пространства (таможенного и валютного союза, единого рынка и т.п.), либо фактически с позиции объединения в единое целое, сращивания, разрозненных элементов посредством ликвидации экономических границ. Анализ показал, что при использовании первого подхода происходит подмена понятия «интеграция» понятием «интернационализация», при втором же подходе, чаще всего, интеграция определяется как наивысшая ступень развития интернационализации за счет углубления последней, что является более точным.

В результате адаптации второго подхода к специфике фондовых рынков было предложено определение более узкого понятия - интеграции рынков ценных бумаг - как процесса переплетения капитала участников и объединения в единое целое разрозненной инфраструктуры рынков ценных бумаг стран одного региона путем усиления их взаимодействия и взаимовлияния, сближения и взаимопроникновения.

Представленное определение позволяет выделить следующие составляющие процесса интеграции фондовых рынков:

- интеграция участников рынков ценных бумаг (представляющих спрос и предложение);
- интеграция инфраструктуры рынков (регулятивной, сервисной, посреднической и информационной).

В исследовании показано, что интеграция участников невозможна без создания для этого условий путем установления взаимодействия и интеграции на уровне инфраструктуры фондовых рынков, что относит последнее к разряду первостепенных задач, особенно в части гармонизации нормативной базы.

В целях разработки комплексного теоретического представления об интеграции рынков ценных бумаг в диссертации приведены (рис.1) основные этапы эволюции интернационализации, период зарождения и логика развития интеграции фондовых рынков.

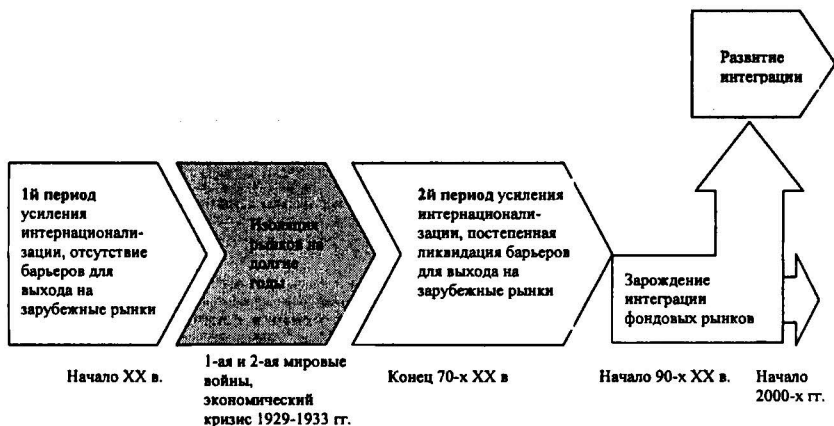


Рис. 1. Схема развития интернационализации и зарождения интеграции

Сделан вывод о том, что интеграция развивается одновременно как стихийный рыночный процесс (под влиянием интересов основных участников) и в то же время как сознательно регулируемый.

Изучение развития интернационализации дало возможность сделать выводы о нелинейности протекания данного процесса и указало на наличие цикличности в его развитии, а преемственность двух процессов (интернационализации и интеграции) позволила предположить цикличность в развитии процесса интеграции фондовых рынков.

Исследование эволюции интернационализации с учетом того, что она является основой для интеграции, позволило выявить и классифицировать факторы, влияющие на ее развитие и зарождение интеграции. Выделены следующие группы факторов: историко-культурные (общие географические границы, культурные традиции, религия,

исторически сложившиеся хозяйственные связи), общеэкономические (углубление международного разделения труда, наличие потребности в переливе капитала, возможность арбитража между рынками, развитие аутсорсинга, формирование глобального финансового рынка), экономико-регулятивные (совместное решение глобальных проблем на фондовых рынках, наличие сходной модели хозяйствования, монополизация, приватизация, коммерциализация фондовых бирж, создание благоприятного инвестиционного климата), научно-технические (техническая революция, компьютеризация, появление Интернета, изменение способов коммуникации, информатизация).

Для достижения комплексности исследования в диссертации предложена система показателей (индикаторов), позволяющих судить о наличии и уровне интеграционных процессов. Показатели интеграции могут быть условно разделены на два типа: прямые (табл.2), отражающие внешние проявления процесса интеграции, и косвенные, характеризующие последствия (результаты) развития этого процесса. В соответствии с определением интеграции и те и другие включают в себя как показатели взаимодействия рынков, так и показатели срачивания.

Таблица 2. Система прямых показателей интеграции фондовых рынков

СИСТЕМА ПРЯМЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ	
<i>Показатели интеграции участников фондовых рынков</i>	
	1. Доля иностранных инвестиций из стран одного и того же региона в национальные ценные бумаги конкретной страны в общем объеме инвестиций в ценные бумаги этой страны.
	2. Доля прямых / портфельных иностранных инвестиций из стран интегрирующего региона в ВВП конкретной страны.
	3. Доля иностранных инвесторов из стран одного региона на национальной бирже в общем количестве инвесторов
	4. Доля эмиссий зарубежных эмитентов из стран одного региона на национальном фондовом рынке конкретной страны в общем объеме эмиссий
	5. Доля финансовых инструментов (акций и облигаций) иностранных эмитентов из стран одного региона, обращающихся на национальных биржах, в общем количестве финансовых инструментов
	6. Доля объема торгов финансовыми инструментами иностранных эмитентов из стран одного региона в общем объеме торгов на национальной фондовой бирже.
	7. Доля эмитентов, использующих режим прямого доступа на зарубежный рынок в рамках одного региона для свободного размещения и обращения ценных бумаг (режим международного паспорта) в общем количестве эмитентов в этом регионе.
<i>Показатели интеграции инфраструктуры рынков</i>	
Посреднической:	1. Доля финансовых посредников, использующих режим прямого доступа для свободного осуществления деятельности в рамках региона (режим международного паспорта) в общем количестве финансовых посредников на территории интегрирующегося региона.
	2. Доля доходов финансовых посредников от международной деятельности в рамках одного региона (предоставления услуг напрямую через границу без использования филиала/представительства или дочерней компании) в общем объеме доходов.

Показатели интеграции инфраструктуры рынков	
	<p>3. Доля нерезидентов из стран интегрирующегося региона в общей структуре собственности национальных финансовых посредников.</p> <p>4. Доля финансовых посредников, имеющих зарубежный филиал/представительство/дочернюю компанию в рамках одного региона в общем количестве финансовых посредников.</p> <p>5. Доля трансграничных слияний и поглощений финансовых посредников в рамках одного региона в общем количестве слияний и поглощений в интегрирующемся регионе.</p>
Торговой:	<p>1. Удельный вес наднациональных бирж в общем объеме торгов интегрирующегося региона (или отдельной страны), на пространстве которого они осуществляют свою деятельность.</p> <p>2. Доля бирж, установивших торговые мосты, в общем количестве бирж интегрирующегося региона.</p>
Учетно-расчетной:	<p>1. Соотношение количества центральных депозитариев с количеством интегрирующихся стран (должно быть меньше единицы и стремиться к нулю).</p> <p>2. Количество стран, в которых работает компания учетно-расчетной инфраструктуры, в общем количестве стран интегрирующегося региона.</p> <p>3. Доля регионального рынка, которую занимает наднациональная компания учетно-расчетной инфраструктуры.</p>
Регулятивной:	<p>1. Уровень схождения режимов доступа на рынок для эмитентов, инвесторов, профессиональных участников.</p> <p>2. Степень универсальности требований к раскрытию информации на фондовом рынке (в т.ч. проспектов ценных бумаг, стандартов отчетности, информации о деятельности общества и принятых руководящим составом решений).</p> <p>3. Доля унифицированных процессов и стандартов работы учетно-расчетных систем в общем количестве процессов и стандартов.</p> <p>4. Уровень схождения требований по защите прав и интересов инвесторов</p> <p>5. Доля изменений в национальном законодательстве о фондовом рынке, вызванных решениями на наднациональном уровне, в общем количестве изменений в национальном законодательстве.</p>

В работе подчеркивается, что степень интеграции рынков тем существенней, чем выше значение приведенных показателей (что справедливо только для тех из них, по которым отдельно не указано иное). Прямые показатели дают возможность определить уровень интеграции отдельно по каждому элементу фондового рынка.

Наряду с прямыми показателями развития процесса интеграции могут быть использованы и косвенные, которые менее точны, но более удобны благодаря своей несложности, а также более универсальны, поскольку позволяют оценить наличие и уровень интеграции сразу рынка в целом, а не по отдельным его элементам.

Предложенная система косвенных показателей включает: а) дисперсию доходности однотипных финансовых инструментов эмитентов из стран одного региона; б) динамику спредов доходности однотипных финансовых инструментов эмитентов из стран одного региона; в) снижение стоимости доступа (затрат на выход) на фондовый рынок в рамках интеграционного блока для эмитентов и инвесторов; г) корреляцию

изменения доходности однотипных финансовых инструментов; д) корреляцию динамики фондовых индексов стран одного региона.

Последние два показателя сами по себе будут свидетельствовать только о наличии взаимозависимости рынков, наличие которой свойственно также и интернационализации, поэтому для оценки интеграции необходимо использовать их в совокупности с любым другим косвенным показателем.

Исследование второй группы проблем, связанных с особенностями интеграции европейских рынков ценных бумаг, как наиболее успешного опыта.

На основе анализа эволюции интеграционного процесса на фондовых рынках стран ЕС сделан вывод о главенствующей роли регулятивной инфраструктуры в его развитии, а также о том, что главными его инструментами стали кооперация и стандартизация наравне с гармонизацией законодательства. В связи с этим исследование базировалось, в первую очередь, на анализе правовой базы, обеспечившей возможность развития интеграционных процессов, и решало задачу определения, в том числе, возможностей использования опыта ее построения на постсоветском пространстве.

Исследование процессов развития гармонизации регулирования и анализ результатов применения директив, с помощью которых она проводится, показали, что, несмотря на то, что первые попытки гармонизации законодательства датируются концом 70-х гг. XX в., успешными стали более поздние, относящиеся к 80-м гг. XX в., предпринятые с учетом существовавших тогда в европейских странах разных подходов к регулированию. В настоящее время действуют директивы, в основу которых были положены предшествующие успешные инициативы в этой области, скорректированные с учетом изменившихся потребностей, а также согласованные (по новым правилам, разработанным группой Ламфалусси) с основными участниками, на регулирование которых они направлены. Основными из них являются: Директива о проспекте (2003/71/EC), Директива о прозрачности (2004/109/EC), Директива о рынках финансовых инструментов (MiFID (2004/39/EC)), Директива о злоупотреблениях на рынках (Market abuse (2003/6/EC)). Проведенный анализ позволил определить, что основными действиями, направленными на создание условий для развития интеграции на первом этапе, стали гармонизация подходов к регулированию, установление общих требований, нацеленных на защиту инвесторов, а также стандартизация работы инфраструктурных организаций (в т.ч. унификация требований к профессиональным

участникам, позволившая создать единое пространство для финансовых посредников, дающее возможность оказывать им напрямую услуги в любой стране региона). На следующем этапе действиями, послужившими созданию условий для углубления интеграции, стали формирование единого пространства для эмитентов (благодаря которому они смогли свободно размещать и котировать свои ценные бумаги на любой торговой площадке интегрирующегося региона), усиление требований к единообразию раскрытия информации, ликвидация понятия «трансграничный» для сделок с ценными бумагами, закрепление свободы выбора поставщика услуг на любом этапе осуществления сделок (что еще больше упростило принятие решений о зарубежном инвестировании в рамках региона).

В работе подчеркивается, что интеграция рынков ценных бумаг в Евросоюзе осуществляется во многом благодаря политике и действиям регулирующих органов: на национальном уровне – регулирующие органы каждого государства, а на наднациональном – профильные комитеты Еврокомиссии, международные организации и объединения профессиональных участников, взаимодействующие друг с другом на постоянной основе. Мировой финансовый кризис 2008-2009 гг. выявил необходимость пересмотра существующей структуры регулирования, когда отсутствует единый орган по регулированию европейского фондового рынка, наделенный функциями по надзору и контролю, а координацию национальных регуляторов на наднациональном уровне осуществляет Комитет Европейских регуляторов ценных бумаг (Committee of European Securities Regulators (CESR)). Результатом этого стало преобразование в 2011 г. указанного комитета в Европейскую организацию по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority (ESMA)) и передача ей части регулятивных полномочий с национального на наднациональный уровень.

В диссертации показано, что интеграция европейских фондовых рынков сопровождалась образованием общеевропейской рыночной инфраструктуры. Основы для ее формирования были заложены путем установления междепозитарных связей и заключения соглашений о сотрудничестве между биржами, активизировавшихся в конце 90-х гг. XX в. Позднее на подготовленной процессами унификации и стандартизации основе в результате международных интеграционных процессов в учетно-расчетной и торговой инфраструктуре к середине 2000-х гг. появились панъевропейские депозитарно-клиринговые компании (Евроклир (Euroclear) и Клирстрим (Clearstream)) и

биржи (OMX, Euronext). Кроме того, параллельно были созданы биржевые альянсы, в которые наряду с организаторами торгов вошли и учетно-расчетные организации. Впоследствии, выйдя за пределы региона, интеграционные процессы привели к появлению трансатлантических бирж (NASDAQ OMX Group, NYSE-Euronext). Между тем, в работе отмечается, что интеграция в торговой инфраструктуре осуществляется не только путем слияний и поглощений, но и путем объединений в альянсы, а также путем использования единых электронных торговых систем.

Проведенное исследование посреднической инфраструктуры позволило сделать вывод, что, даже при наличии созданных на законодательном уровне условий, прямое предоставление финансовыми посредниками услуг через границу остается на крайне низком уровне, а интеграционные процессы происходят, преимущественно, за счет сделок слияний и поглощений. Благодаря этому на протяжении многих лет наблюдается увеличение присутствия иностранных участников из Евросоюза в структуре собственности национальных финансовых посредников стран региона.

В результате исследования выявлено, что, несмотря на то, что европейские рынки являются информационно открытыми, оценить уровень их интеграции, используя все приведенные ранее показатели, достаточно сложно ввиду ограниченной доступности необходимых статистических данных. Представилось возможным определить только некоторые прямые показатели, которые позволяют иллюстрировать состояние интеграции в докризисный период по отдельным финансовым инструментам (акциям и облигациям) и ряд косвенных показателей.

Отмечен интерес основных участников к соседним рынкам в рамках ЕС, одной из основных причин которого стали условия, созданные как на правовом уровне, так и за счет соответствующей инфраструктуры, наравне с введением единой европейской валюты. Так, по последним доступным данным, доля эмитентов, выпустивших ценные бумаги с возможностью размещения их на территории стран ЕС (за счет проспектов, содержащих международный паспорт) составила в 2006-2007гг. 19%, доля иностранных инвестиций из стран ЕС в общем объеме иностранных инвестиций в национальные ценные бумаги стран региона составила в 2007 г. по облигациям 70%, по акциям 56%.

О постепенном углублении интеграция в ЕС свидетельствуют косвенные показатели. Разница в уровнях доходности акций компаний со сходными характеристиками неуклонно снижалась с 2002 по 2006 г. и сократилась больше чем

наполовину, лишь с середины 2006 г. начала снова расти под влиянием мирового финансового кризиса*. Синхронность изменения индексов акций фондовых рынков стран ЕС стабильно увеличивалась на протяжении 1987 – 2010 гг., а средний линейный коэффициент парной корреляции между рынками стран западной Европы за период с 2005 по сер. 2010 г. составил +0,88. Разница в уровне совокупной доходности по облигациям со сходными характеристиками, объясняемая принадлежностью к той или иной стране, на протяжении 2000-2008 гг. приближалась к нулевому значению.

Однако, проведенное исследование позволяет констатировать, что, несмотря на то, что прослеживается общий прогресс в части интеграции фондовых рынков, состояние финансовой интеграции в странах ЕС неоднозначно: на фоне достаточно интегрированных сегментов фондовых рынков (денежный и, в определенной степени, рынок облигаций) существует менее интегрированный и даже до сих пор значительно фрагментированный (рынок акций). Недостаточно консолидирована и финансовая инфраструктура: интеграция достигла определенной глубины в учетной и торговой инфраструктуре, выйдя в последнем случае за рамки ЕС, но достаточно фрагментированной остается расчетная система.

Тем не менее, в диссертации отмечена возможность и целесообразность использования наиболее успешного опыта ЕС в области гармонизации законодательства в целях создания условий для развития интеграции с учетом специфики фондовых рынков стран СНГ.

Полученные результаты исследования позволили перейти к **третьей группе проблем**, связанных с выявлением возможностей и перспектив развития интеграции фондовых рынков России и других стран СНГ. По данному направлению исследования получены следующие результаты.

В целях определения возможностей развития интеграции фондовых рынков стран СНГ были проанализированы ключевые параметры десяти из них и особенности их инфраструктуры, на основе чего сделан вывод о низком уровне развития рынков и наличии значительной дифференциации их характеристик (табл. 3).

Рынок ценных бумаг России является самым крупным и развитым среди рассмотренных. По состоянию на конец 2009 г. капитализация российского рынка акций

* Последнее может являться частичным подтверждением предположения, выдвинутого ранее относительно цикличности интеграционного процесса по аналогии с процессом интернационализации.

составила 763 млрд. долл. США (около 59% ВВП)* объем торгов акциями и корпоративными облигациями на ММВБ – 558 млрд. долл. США (около 46% ВВП)**. По большей части проанализированных показателей он существенно опережает рынки других стран СНГ. Среди оставшихся наиболее развитыми являются рынки Казахстана и Украины. Остальные обладают крайне низким уровнем развития.

Таблица 3. Сравнение рынков ценных бумаг стран СНГ по состоянию на 2009 г.

Страны	Характеристика рынка									
	наличие организованного рынка	преобладание государственных ценных бумаг в структуре биржевой торговли	концентрация рынка акций: доля 10 ведущих компаний более 80-85% объемов торгов	объем торгов акциями и корп. облигациями на организованном рынке / ВВП, %			капитализация / ВВП, %			
				0-3	4-7	8-50	0-10	11-30	31-60	
Азербайджан	+	+	н/д	+	—	—	—	н/д	н/д	н/д
Армения	+	—	н/д	+	—	—	—	+	—	—
Беларусь	+	+	—	+	—	—	—	+	—	—
Казахстан	+	+	+	—	+	—	—	—	—	+
Кыргызстан	+	—	н/д	+	—	—	—	—	+	—
Молдова	+	—	н/д	+	—	—	—	—	+	—
Россия	+	—	+	—	—	+	—	—	—	+
Таджикистан	—	—	—	—	—	—	—	—	н/д	н/д
Туркменистан	—	—	—	—	—	—	—	—	н/д	н/д
Узбекистан	+	—	н/д	+	—	—	—	+	—	—
Украина	+	—	—	+	—	—	—	—	+	—

н/п – неприменимо;
н/д – нет данных.

В диссертации показано, что национальные особенности фондовых рынков проявляются по следующим позициям: основным участникам (эмитентам и инвесторам), инфраструктуре, объемам рынков и их роли в экономике.

Анализ фондовых рынков с указанных позиций позволил дать следующую характеристику их особенностей:

- преобладание государственных ценных бумаг в структуре биржевых торгов (в Азербайджане (89%), Беларуси (93%), Казахстане (58%));
- наличие высокой концентрации рынка акций (Россия (на акции 10 компаний приходится 93% торгов), Казахстан (на акции 10 компаний – 92% торгов);
- незначительное количество бумаг, допущенных к торгам на биржу (Армения, Казахстан, Кыргызстан), а также маленький объем биржевых торгов теми ценными бумагами, которые допущены (большинство стран СНГ);
- отсутствие некоторых групп инвесторов (инвестиционных фондов (Беларусь,

* Российский фондовый рынок 2009 (события и факты) – М.: НАУФОР, 2009 г. – С. 10.

** Рассчитано с использованием данных ММВБ.

Таджикистан), негосударственных пенсионных фондов ((НПФ), Армения, Беларусь, Узбекистан)), незначительный размер портфелей ценных бумаг по всем группам инвесторов (не более 3% ВВП, кроме активов НПФ в Казахстане, достигающих 10% ВВП), основными инвесторами выступают банки, доля портфелей которых в ВВП достигает 10-11% (Россия, Казахстан, Молдова);

- низкая капитализация рынка акций большинства стран, размер которой не превышает 30% ВВП (за исключением рынка акций России и Казахстана: 59% и 50% соответственно по итогам 2009 г.), а также объем находящихся в обращении корпоративных облигаций по номинальной стоимости, который не превышает 7% ВВП (исключение составляет Казахстан, где показатель достигает 30% по итогам 2009 г.);

- невысокая ликвидность рынков, о чем свидетельствует небольшой объем торгов на организованном рынке акциями и корпоративными облигациями в сравнении с капитализацией и ВВП.

- различия в институциональном построении и практике работы инфраструктуры фондовых рынков (начиная от видов профессиональной деятельности, лицензионных требований к ним, возможностей их совмещения, заканчивая стандартами, правилами и технологией работы тех или иных элементов инфраструктуры), низкий уровень развития инфраструктуры в большинстве стран СНГ (ее фрагментарность, несоответствие передовой международной практике (например, только в пяти из десяти рассмотренных стран используются стандарты ISO для документооборота по операциям с ценными бумагами, почти во всех странах до сих пор используется бумажный документооборот, отсутствует институт центрального контрагента, не создана эффективная система защиты прав и интересов инвесторов (включая компенсационные фонды));

- различия на уровне системы регулирования рынков (наличие мегарегулятора в одних странах (Армения и Казахстан) и нескольких органов регулирования в других странах, отсутствие институтов саморегулирования в одних государствах (Азербайджан, Армения, Беларусь, Таджикистан) и разные их модели в других).

В диссертации показано, что, несмотря на особенности фондовых рынков стран СНГ, общим для всех них является наличие схожих проблем и скромная роль, которую они играют в экономике своей страны.

Проведенный анализ позволил сделать вывод, что для создания возможностей

развития интеграции необходимы гармонизация инфраструктуры рынков и улучшение условий их функционирования.

Исследование исходных условий развития интеграции позволило выявить:

- предпосылки ее развития: *общие экономические интересы стран региона*, достигаемые с помощью интеграции (повышение общего уровня развития фондовых рынков и конкурентоспособности стран на мировой арене, ликвидация риска утраты национальными рынками своей самостоятельности, занятие самостоятельной ниши на мировом рынке), решение странами частных задач в зависимости от уровня их развития, *схожесть моделей экономики и финансового сектора*, облегчающие консолидацию фондовых рынков стран СНГ (высокая роль государства как экономического агента, так и регулятора экономики стран, концентрация собственности в руках небольшой группы, смешанная модель финансового сектора (наличие универсального коммерческого банка), преимущественно сырьевая, низкотехнологичная международная специализация), *либерализация режимов счета капитала и валютного режима* (большинство стран СНГ имеют сопоставимый валютный режим по текущим операциям, а оставшиеся несоответствия в режимах счета капитала вполне преодолимы в ходе интеграции национальных фондовых рынков), *текущие процессы сближения и взаимопроникновения фондовых рынков России и других стран СНГ* (усиление взаимодействия основных элементов рынка (в учетной инфраструктуре), появление попыток их сближения (в регулятивной, торговой и учетной инфраструктуре) и случаев взаимопроникновения в капитал друг друга (в посреднической и торговой инфраструктуре) в рамках постсоветского пространства);

- препятствия на пути развития интеграции: отсутствие интереса властей к установлению взаимодействия между странами СНГ и их рынками (Молдова и частично Украина), углубление различий в экономическом развитии стран, постепенная переориентация значительной части торговых отношений за пределы стран Содружества, низкий уровень развития фондовых рынков и высокая его дифференциация, несовпадение структуры рынков, высокая стоимость выхода на рынки стран СНГ и законодательные сложности, что мешает выстраиванию нормальной системы взаимодействия инфраструктуры;

- угрозы развитию интеграции: активизация на постсоветском пространстве экономических игроков из третьих стран (инвестиционных банков, бирж), отток

финансовой активности за границу, конкуренция между наиболее развитыми рынками - России и Казахстана - на пути строительства МФЦ.

По итогам изучения исходных условий интеграции стало понятно, что, несмотря на наличие угроз и ряда фактов, препятствующих интеграции, рассмотренные предпосылки свидетельствуют о возможности развития интеграционных процессов на фондовых рынках постсоветского пространства, перспективы которых, как показывает опыт стран Евросоюза, напрямую зависят от правильно выстроенной системы их регулирования.

Результаты проведенного исследования опыта развития интеграции в ЕС, выявленные особенности фондовых рынков стран СНГ, а также предпосылки, препятствия и угрозы интеграции позволили сформулировать основные направления реформирования в целях создания условий для развития интеграции рынков ценных бумаг постсоветского пространства.

В диссертации отмечено, что создание условий для интеграции подразумевает, главным образом, гармонизацию законодательства и структуры интегрирующихся фондовых рынков, повышение уровня их развития посредством решения существующих проблем. А это требует наличия четко выстроенной системы взаимодействия регулятивных институтов, создания ясного механизма разработки и внедрения необходимых мер, а также контроля их исполнения.

В связи с этим был предложен следующий набор действий:

1. Реформирование системы регулирования интеграционного процесса:

- решение проблем результативности инструментов унификации, что с учетом накопившихся в странах СНГ различий в законодательных базах, регулирующих фондовый рынок, целесообразней реализовать путем замены прежних инструментов, модельных законов, новыми – Директивами СНГ, по правовому статусу аналогичными Директивам ЕС, которые, в отличие от модельных законов, устанавливали бы только результаты, которые требуется достичь, предоставляя право государствам выбирать формы и методы их достижения;

- создание эффективной системы разработки наднациональных нормативных актов за счет одновременной реализации сотрудничества между всеми органами, участвующими в регулировании как на наднациональном, так и на национальном уровне (включая объединения профессиональных участников (такие как Международная ассоциация бирж Содружества независимых государств (МАБ СНГ) и

Ассоциация центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ)), а также национальные СРО*) и реализации общественной экспертизы проектов нормативных актов (т.е., по примеру ЕС, обсуждение проектов инициатив с участниками, на регулирование деятельности которых они направлены);

- формирование эффективной системы имплементации наднациональных норм в законодательства стран СНГ, что должно обеспечиваться одновременно и на наднациональном (за счет установления адекватных сроков выполнения предписаний, четкой системы контроля и ответственности за их неисполнение, реализуемой с помощью отчетности перед специально созданной комиссией независимых экспертов при Межпарламентской ассамблее СНГ), и на национальном уровне (за счет деятельности специально созданного при национальном регуляторе подразделения (в России – при ФСФР), ответственного за экспертизу национального законодательства на соответствие наднациональным нормам, разработку поправок для устранения расхождений и подготовку по данным вопросам отчетности для комиссии независимых экспертов).

В результате, предполагаемая система регулирования имеет следующий вид (рис.2).

1 – мониторинг, координация; 2 – гармонизация, контроль; 3- саморегулирование; 4 – регулирование; 5- обмен информацией; 6 – выработка рекомендаций; 7 – координация, гармонизация, контроль.

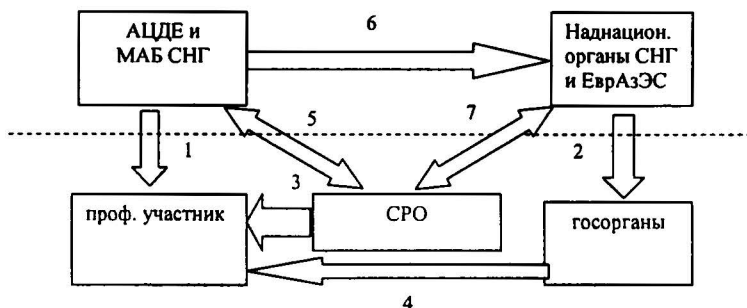


Рис.2. Схема регулятивной системы регионального фондового рынка СНГ

2. Создание условий, способствующих углублению интеграции фондовых рынков, включающее в себя как решение задач повышения уровня развития фондовых рынков (за счет преодоления совместными усилиями существующих проблем), так и

* Деятельность саморегулируемых организаций предварительно должна быть гармонизирована по странам.

гармонизацию структуры рынков, регулирующего их законодательства и практики работы на них:

- организация, по примеру ЕС, взаимного допуска участников - нерезидентов из стран Содружества в национальные торговые системы, что потребует разработку общих стандартов работы на биржах стран СНГ (гармонизацию правил и требований к участникам, формирование единой процедуры листинга), установление порядка обращения ценных бумаг эмитентов стран Содружества на национальных биржах (единые правила кросс-листинга, «международные сектора»), развитие обмена информационно-аналитическими материалами, создание общего механизма рыночного надзора, разработку технических основ для интеграции торговых платформ бирж Содружества;

- решение существующих проблем в учетно-расчетных и клиринговых системах как на правовом, так и на техническом уровне с учетом рекомендаций АЦДЕ для установления эффективного их взаимодействия, создания единого депозитарного пространства и интегрированной системы трансграничных расчетов (по примеру разрабатываемой в ЕС системы ТАРГЕТ 2 СЕКЬЮРИТИЗ при одновременной ликвидации оставшихся валютных ограничений на перемещение капитала);

- гармонизация деятельности и требований в отношении финансовых посредников для возможности взаимного признания их лицензий и беспрепятственного осуществления ими деятельности на территории постсоветского пространства (унификация видов профессиональной деятельности, разработка единых подходов и принципов их лицензирования, а также общих процедур контроля за деятельностью, введение единых стандартов аттестации сотрудников, внедрение передовых методик оценки рисков, используя принятые в мире модели);

- унификация порядка государственной регистрации выпусков ценных бумаг, ликвидация в наименее развитых странах валютных ограничений и закрепление регулятивных процедур по использованию депозитарных расписок для привлечения средств на более развитых рынках стран Содружества; на более позднем этапе введение, по опыту ЕС, уведомительного порядка регистрации выпуска ценных бумаг иностранных эмитентов из стран СНГ на территории страны – реципиента при условии унификации требований к эмитентам, гармонизации сведений, содержащихся в проспекте ценных бумаг, обеспечения общего режима раскрытия информации в

процессе размещения и обращения бумаг;

- обеспечение возможностей для инвестирования на зарубежных рынках и в зарубежные ценные бумаги, как за счет уже указанной отмены валютных ограничений и снижения издержек на конвертацию (путем увеличения использования национальных валют в расчетах или введения на первом этапе условной расчетной единицы по примеру Экю в ЕС, а на более позднем – единой валюты по примеру Евро), так и за счет повышения эффективности и унификации системы защиты прав и интересов инвесторов, в т.ч. и иностранных (обязательное участие профессиональных участников в СРО, создание на уровне последних компенсационных фондов).

3. ПУБЛИКАЦИИ

Основные положения диссертации опубликованы в следующих работах автора:

В журналах, определенных ВАК:

1. Чигринская, А.П. Интеграция учетно-расчетных систем фондовых рынков: опыт ЕС [Текст] / А.П. Чигринская // Банковское дело. – М., 2009. - №7. – С. 70-73 (0,37 п.л.);

2. Чигринская, А.П. Сближение инфраструктуры фондовых рынков стран СНГ [Текст] / А.П. Чигринская // Финансы. – М., 2011. - №10. – С. 75-76 (0,25 п.л.).

В других научных журналах и изданиях:

3. Чигринская, А.П. Интеграция российского и зарубежных фондовых рынков [Текст] / А.П. Чигринская // Ш Рыскуловские чтения: «Бизнес, наука, образование: грани сотрудничества» Материалы международной научно-практической конференции. (19-23 мая 2008 г.). Алматы: «Эверо», 2008. – С. 318-319 (0,1 п.л.);

4. Чигринская, А.П. Гармонизация рынков ценных бумаг стран СНГ как фактор их интеграции [Текст] / А.П. Чигринская // Страны с переходной экономикой в условиях глобализации: Материалы VIII международной научно-практической конференции студентов, аспирантов и молодых ученых, 11-13 марта 2009 г., Москва, экономический факультет Российского университета дружбы народов / Отв. ред. И.А. Айдрус. – М.: РУДН, 2009. – С. 429-433 (0,54 п.л.);

5. Чигринская, А.П. Интеграция фондовых рынков как предмет экономического исследования [Текст] / А.П. Чигринская // Страны с развивающимися рынками в условиях финансово-экономического кризиса: Материалы X Международной научно-практической конференции студентов, аспирантов и молодых ученых, 17-18 марта 2011 г. Москва, экономический факультет Российского университета дружбы народов / Отв. ред. И.А. Айдрус. – М.: РУДН, 2011. – С. 356-361 (0,71 п.л.).

ДЛЯ ЗАМЕТОК

Подписано в печать: 03.11.2011

Заказ № 6244 Тираж - 150 экз.
Печать трафаретная. Объем: 1,5 усл.п.л.
Типография «11-й ФОРМАТ»
ИНН 7726330900
115230, Москва, Варшавское ш., 36
(499) 788-78-56
www.autoreferat.ru

