

*На правах рукописи*

**ТОВМАСЯН АРТУР АРТАШЕСОВИЧ**

**КОНСОЛИДАЦИЯ ФОНДОВЫХ БИРЖ  
НА МИРОВОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ**

**Специальность: 08.00.14 Мировая экономика**

**Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук**

**Москва – 2011 г.**

Работа выполнена на кафедре мировой экономики экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор

**Осьмова Маркиана Николаевна**

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор

**Паньков Владимир Степанович**

кандидат экономических наук

**Мельникова Юлия Николаевна**

Ведущая организация:

**ОАО «Всероссийский научно-исследовательский конъюнктурный институт»**

Защита диссертации состоится 26 мая 2011 г. в 15.45 на заседании диссертационного совета Д 501.002.03 при Московском государственном университете имени М.В. Ломоносова по адресу: 119991, Москва, ГСП-1, Ленинские горы, д.1, стр. 46, МГУ имени М.В. Ломоносова, третий новый учебный корпус, экономический факультет, аудитория №421.

С диссертацией можно ознакомиться в читальном зале Научной библиотеки имени А.М. Горького 2-го учебного корпуса гуманитарных факультетов МГУ имени М.В. Ломоносова.

Автореферат разослан 25 апреля 2011 г.

Ученый секретарь

диссертационного совета

Пенкина С.В.

## 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** В современной мировой экономике происходят глубокие изменения отношений между национальными финансовыми системами, связанные с увеличением степени их открытости и взаимозависимости. Этот процесс представляет собой основу финансовой глобализации. Процесс финансовой глобализации получил развитие благодаря ликвидации барьеров на пути межстрановых финансовых потоков, распространению современных технологий на финансовых рынках, позволяющих практически мгновенно осуществлять сделки в глобальном масштабе, созданию новой финансовой инфраструктуры (например, электронные торговые площадки). Глобализация приводит к созданию всемирного хозяйства, а в финансовой сфере, как отмечает Рубцов Б.Б., к созданию «глобального или мирового финансового рынка»<sup>1</sup>.

В конце XX – начале XXI века значительно увеличились объемы и диверсификация национальных фондовых рынков и мирового рынка ценных бумаг. Капитализация мирового фондового рынка по отношению к глобальному продукту составила в предкризисный 2007 г. – 119,4 %<sup>2</sup> (2008 – 112,3 %). Объем международного рынка ценных бумаг вырос с 13,27 трлн долл. США в 2003 г. до 22,7 трлн долл. США в 2008 г., т.е. в 1,7 раза. В свою очередь торговля деривативами увеличилась с 370 трлн долл. США до 684 трлн долл. США, т.е. в 1,9 раза<sup>3</sup>. Наиболее высокие темпы роста этих рынков демонстрируют страны с формирующимися (развивающимися) рынками, в число которых входит ряд стран СНГ.

Современная международная финансовая система характеризуется возрастающей степенью интернационализации капитала при сокращающейся национально-государственной форме организации денежно-кредитных систем. Интернационализация финансовых систем сопровождается многообразными формами активного взаимодействия её элементов: финансовых компаний, банков, биржевых структур. При этом такое взаимодействие фондовых рынков в развитых странах в 70-80-е годы XX века проходило в основном в форме консолидации на национальном уровне. Лишь со второй половины 80-х годов и в особенности в 90-е годы процесс трансграничной интеграции заметно усилился, главным образом в рамках границ Европейского Союза. Трансрегиональная и затем трансконтинентальная консолидация рынков ценных бумаг началась со второй половины 90-х годов. Глобализация финансовых рынков проходит при сохранении преимущественно национальной «прописки» в деятельности фондовых бирж, являющихся традиционными

---

<sup>1</sup> Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 722.

<sup>2</sup> Global Financial Stability Report 2008 Oct., Washington DC: IMF. – 2008. – p.185

<sup>3</sup> Global Financial Stability Report 2009 Oct., Washington DC: IMF. – 2009. – p.179

центрами сосредоточения финансового капитала. В этой связи многообразные интегративные процессы биржевого сектора представляют существенный научный интерес, как важный механизм по формированию комплексной целостной финансовой глобализации. Кроме того, консолидация и интернационализация фондовых бирж, прежде всего в развитых странах, будут содействовать укреплению их финансовой мощи, росту доверия инвесторов к ценным бумагам, обращающимся на этих биржах, и в целом усилению позиций международного финансового капитала, возрастанию инвестиционной активности бизнеса (посредством IPO), экономическому подъему в отдельных странах и в мировой экономике в целом.

Интеграция фондовых площадок происходит в русле формирования глобальной финансовой системы, хотя и с определенным отставанием, как в сравнении финансовой сферой в целом (банки, финансовые компании и др.), так и в особенности с процессами консолидации в реальном секторе, в том числе по сделкам слияний и поглощений, международным стратегическим альянсам, многообразному кооперационному сотрудничеству.

Сделки по слияниям и поглощениям (СиП) оказали существенное воздействие на движение международного капитала, на всю мировую экономику. Подобные сделки в системе фондовых рынков, хотя и являлись весьма заметными в процессах функционирования международной финансовой системы, не были столь массовыми. В этой связи достаточно актуальной становится изучение проблемы отставания процессов интернационализации деятельности рынков ценных бумаг (прежде всего по степени охвата объектов) от общих процессов интернационализации, как в финансовом, так и нефинансовом секторах мировой экономики. Не менее актуальным является и выявление особенностей европейской континентальной консолидации деятельности бирж. Особую актуальность приобретает изучение процессов глобальной консолидации в деятельности фондовых рынков с участием американских, азиатских, арабских биржевых структур и частных инвесторов.

Требуют углубленного анализа достигнутый уровень и перспективы консолидации деятельности рынков ценных бумаг стран СНГ. Это особенно важно в связи с началом формирования международного финансового центра в России, поскольку фондовый рынок (в особенности в рамках СНГ) будет ключевым моментом в успехе или неудаче этого проекта. В целом актуальность избранной темы определяется необходимостью более углубленного исследования формирования глобальной финансовой системы с учетом всех её сегментов.

Определённая временная задержка в процессах трансграничной, трансконтинентальной и в особенности глобальной консолидации в деятельности рынков

ценных бумаг, породила заметный дефицит в исследовании этого процесса. Если процессы финансовой глобализации (в особенности в банковской сфере) получили достаточно адекватное отражение, прежде всего в зарубежной научной литературе и в определённой степени российской, то сходные процессы в биржевой сфере исследовались явно недостаточно. При обилии исследовательских работ по проблемам консолидации в рамках процессов национальных и трансграничных СиП, международных стратегических альянсов и многообразного кооперационного сотрудничества в области экономики нефинансового сектора, подобные процессы в биржевом секторе анализировались недостаточно полно. Все это является дополнительным аргументом в пользу актуальности избранной темы.

Вместе с тем, следует отметить наличие научных исследований, монографий по финансовой интеграции в рамках Европейского Союза, а также азиатского региона. В этих исследованиях можно найти отдельные разделы в той или иной степени касающиеся проблем интеграционного финансового взаимодействия в рамках ЕС. Что же касается трансконтинентального глобального взаимодействия рынков ценных бумаг, то эту информацию в основном можно почерпнуть в материалах прессы, в т.ч. научных периодических изданиях, но в весьма дозированном виде. Таким образом, можно констатировать, что комплексных работ, посвященных теме диссертации, практически нет.

Среди российских авторов, изучающих проблемы международного фондового рынка и глобальной финансовой интеграции следует отметить: Буторину О.В., Килячкова А.А., Лебедева А.В., Миркина Я.М., Селиверстова С.Н., Хмыз О, Чалдаева Л.А.

Среди зарубежных исследователей: Бредли Э., Гарсиа Жереро А., Генри П., Гринспена А., Гудмундссона М, Гуйсо Л., Джамелли Т., Динз Г., Зайзель С., Заингалеса Л., Классенса С., Крюгер Ф., Левин Р., Окина К., Прасад Е.С., Раджана К., Рогов К., Тьюлза Р., Уилбриджа П., Ширакава М.

Непосредственно проблему, исследованную в диссертации, в той или иной степени анализировали Абалкина А.А., Булатов В.В., Головнин М.Ю., Евстигнеева В.Г., Либман А.М., Рубцов Б.Б., Хейфец Б.А., Шагалов Г.Л.

Анализ проблем, определённых темой в данных исследованиях, носит в основном косвенный характер, поскольку отдельные вопросы рассматривались в немногочисленных работах, а их авторы не ставили в качестве центральной тему заявленной диссертации.

Актуальность рассматриваемых проблем, высокая степень необходимости их практического решения и использования результатов исследования, обусловили цели и задачи данного исследования.

**Цель исследования.** Цель диссертационной работы состоит в выявлении причин, основных черт и особенностей интеграционных процессов фондовых рынков развитых стран

и ряде развивающихся рынков, анализе форм их интернационализации и глобализации. Особое внимание уделяется зародившимся процессам интернационализации бирж СНГ в рамках финансового взаимодействия этих стран, определению места и роли российского фондового рынка в финансовой интеграции стран Содружества.

Достижение поставленной цели предопределило необходимость решения в работе следующих **задач**:

- охарактеризовать процессы консолидации и интернационализации биржевой деятельности как одной из форм и факторов в формировании глобальной финансовой системы;
- вскрыть причины и факторы, определяющие процессы национальной консолидации биржевых площадок и их последующей интернационализации и глобализации;
- выявить причины временного отставания процессов консолидации и интернационализации биржевой деятельности от общих процессов финансовой глобализации, в частности, в банковской сфере;
- показать тенденции в трансграничных сделках по слияниям и поглощениям, консолидационном сотрудничестве фондовых площадок развитых стран, а также стран с развивающимися рынками, оценить их возможные перспективы;
- исследовать основные характеристики становления фондовых рынков стран СНГ;
- раскрыть основные тенденции в процессе взаимодействия биржевых площадок стран СНГ;
- проанализировать и дать оценку возможным сценариям развития интеграционных процессов фондовых рынков стран СНГ.

**Объектом диссертационного исследования** является биржевой сегмент мировой экономики в процессе финансовой глобализации.

**Предметом диссертационного исследования** являются особенности консолидационных процессов на национальном и трансграничном уровнях и их воздействие на глобальный финансовый рынок.

**Методологические основы диссертационного исследования.** Диссертация базируется на законах, категориях и принципах диалектической логики, единства исторического и логического, единства и различий формы и содержания. Сбор, обработка и обобщение фактического и статистического материала базировалась на использовании автором метода сравнительного анализа.

**Теоретические основы диссертационного исследования.** Теоретические обобщения основаны на идеях и положениях почерпнутых из трудов отечественных и зарубежных

авторов, изучающих проблемы финансовой глобализации, процессов слияний и поглощений, международных стратегических альянсов, финансовых интеграционных процессов.

**Информационно-статистической основой диссертационного исследования** послужили данные российской и зарубежной статистики, нормативные и законодательные документы США, ЕС и Японии в области финансовой деятельности. В силу слабой разработанности избранной проблематики, в существенной степени была задействована экономическая периодическая литература (отечественная и иностранная), Интернет-ресурсы, соответствующие разработки российских специалистов.

**Научная новизна диссертационного исследования** представлена следующими положениями и выводами:

1. Выделен и обоснован шестой этап СиП (2003-2007 г.г.) в мировой экономике, обусловленный высокой степенью экономической конъюнктуры: дешёвыми заёмными средствами, высоким спросом на сырьё, нарастанием процессов финансовой глобализации, наступательной инвестиционной стратегией компаний развитых стран и новых международных компаний стран БРИК.
2. Показано отставание процессов консолидации и интернационализации в биржевом сегменте от общих темпов финансовой глобализации и соответствующих процессов в реальном секторе, обусловленное сохраняющимися традициями функционирования биржевого сектора вплоть до 90-х годов XX века, его неакционированностью, отсутствием серьёзной конкуренции в этом сегменте финансового рынка, нацеленностью национальных фондовых рынков на регулирование процессов накопления капитала, его распределения и перераспределения преимущественно в пределах национальной экономики.
3. Раскрыты основные черты и особенности консолидации биржевого сектора в мировой финансовой системе: слияния и поглощения, международных стратегических альянсов, многообразной кооперации. Выделено негативное влияние финансового кризиса на фондовый рынок, приостановивший вторую волну его консолидации.
4. Показаны тенденции становления глобального биржевого рынка, в котором основную роль в настоящее время играют национальные биржи развитых стран, но со всё более возрастающей ролью арабского капитала, а также с растущим влиянием формирующихся азиатских международных финансовых центрах (МФЦ) (Китай, Сянган, Сингапур) с их ядрами – фондовыми биржами.
5. Раскрыты основные черты и особенности развития фондового сектора экономики стран СНГ, который отстаёт от общих торгово-экономических (пусть и во многом формальных) интеграционных процессов на постсоветском пространстве.

Обоснованы потенциальные возможности интеграционного взаимодействия в этом секторе между Россией, Украиной, Казахстаном. Раскрыта необходимость слияния ММВБ и РТС, как одного из факторов в формировании МФЦ в России.

**Практическая значимость** результатов исследования заключается в том, что ряд положений диссертации используется в банке ЗАО «Кредит Европа Банк». Основные результаты диссертации доведены до конкретных рекомендаций и выводов, которые могут быть использованы при выработке концепции по интеграции биржевых площадок в рамках СНГ. Основные положения и методические разработки были представлены и получили одобрение на внутренних семинарах банка ЗАО «Кредит Европа Банк».

**Апробация исследования.** Работа прошла апробацию на кафедре мировой экономики экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова.

Результаты исследования представлялись в докладах научно-практической и международной конференции в ИМСИТ (Академия маркетинга и социальных информационных технологий) (г. Краснодар, 2009 г.) и в Ставропольском государственном аграрном университете (г. Ставрополь, 2009 г.), на кафедре мировой экономики Академии маркетинга и социально-информационных технологий (г. Краснодар, 2010 г.), а также на международной научно-методической конференции «Современные подходы к модернизации экономики и финансово-экономического образования» в Ростовском государственном экономическом университете (РИНХ) г. Ростов на Дону (сентябрь 2010 г.).

Основные положения диссертации изложены автором в шести научных публикациях, в том числе в трёх статьях в журналах из перечня российских рецензируемых научных журналов и изданий, определенного ВАК.

**Структура работы** определяется целью и задачами исследования. Работа состоит из введения, трёх глав, заключения, списка использованной литературы, включающего 113 источников на русском и английском языках, и пяти приложений. В диссертации содержится 8 таблиц и 3 рисунка.

## **Введение**

### **Глава 1. Характерные черты и особенности процессов консолидации в финансовом секторе мировой экономики.**

1.1 Объективные основы и этапы развития процессов слияний и поглощений в мировой экономике.

1.2. Основные тенденции функционирования фондовых бирж в международной финансовой системе.



## **Глава 2. Процессы консолидации и интернационализации фондовых бирж в развитых странах.**

- 2.1. Интеграционные процессы и экспансия национальных бирж развитых стран.
- 2.2. Трансграничное взаимодействие фондовых бирж.
- 2.3. Процесс глобализации фондовых бирж развитых стран.

## **Глава 3. Основные особенности консолидации фондовых рынков в развивающихся странах и странах СНГ.**

- 3.1 Консолидация биржевых площадок в развивающихся странах.
- 3.2. Основные черты и особенности фондового сектора стран СНГ.
- 3.3. Процессы взаимодействия фондовых бирж стран СНГ между собой и финансовыми организациями развитых стран.
- 3.4. Взаимодействие российских бирж с финансово-биржевыми структурами зарубежных стран.
- 3.5. Перспективы консолидации фондовых рынков стран СНГ.

## **Заключение**

## **Список использованной литературы**

## **Приложения**

## 2. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во введении обосновывается актуальность выбранной темы, определяются цели и задачи исследования, научная новизна, основные положения и практическая значимость полученных результатов.

В соответствии с заявленной темой диссертационного исследования, а также с учетом поставленных целей и задач анализируются следующие группы проблем, основные выводы по которым выносятся на защиту.

Первая группа проблем включает выявление объективных основ процессов консолидации в мировой экономике, их формы и основные их особенности в финансовой сфере, в том числе в её фондовом сегменте.

Одной из важнейших особенностей развития фондовых рынков с 80-х годов XX века становится его либерализация, внутринациональная консолидация и последующая интернационализация. Практически полная отмена ограничений на перемещение капитала в 70-е годы в развитых странах привела к тому, что рынок ценных бумаг к концу столетия стал в полном смысле слова международным. Процессу интернационализации фондового рынка предшествовал, а затем и сопровождал процесс консолидации национальных биржевых площадок в различных формах. При этом в основе консолидации биржевых структур лежали процессы в нефинансовом секторе экономики. Процессы консолидации производства и капитала проявляется на всех уровнях и отраслях экономики, и практически везде выступает их важнейшей характеристикой. Волны консолидации в различных отраслях экономики возникают на национальной почве и распространяются во второй половине XX века на глобальный уровень.

Уже на стадии раннего капитализма процессы консолидации предстают как результат концентрации производства и капитала. Этот процесс проходил в рамках ряда индустриальных отраслей и получил название горизонтальной интеграции (отраслевого производства). Механизм такой горизонтальной интеграции или внутриотраслевой централизации капитала во многом основывался на слияниях и поглощениях (СиП).

До середины XX века, несмотря на то, что вывоз капитала стал присущ для многих экономик мира, механизм СиП продолжал обслуживать в основном внутриотраслевые процессы централизации и концентрации капитала, обеспечивая дальнейшее развитие индустриальных и финансовых структур. Однако на протяжении второй половины XX века под влиянием существенных сдвигов в системе международного разделения труда, многовекторной НТР, процессов интернационализации и глобализации и финансовизации мировой экономики, процессы консолидации производства и капитала характеризуются как более диверсифицированный и масштабный процесс.

Трансграничным СиП предшествовала активизация подобных сделок в ряде развитых стран, начавшаяся с конца второй половины XIX века. В результате с этого времени сделки по СиП приобрели характер т.н. волн, докатившихся до XXI века. В диссертации анализируется шесть волн СиП, из которых две последние можно отнести преимущественно к трансграничным.

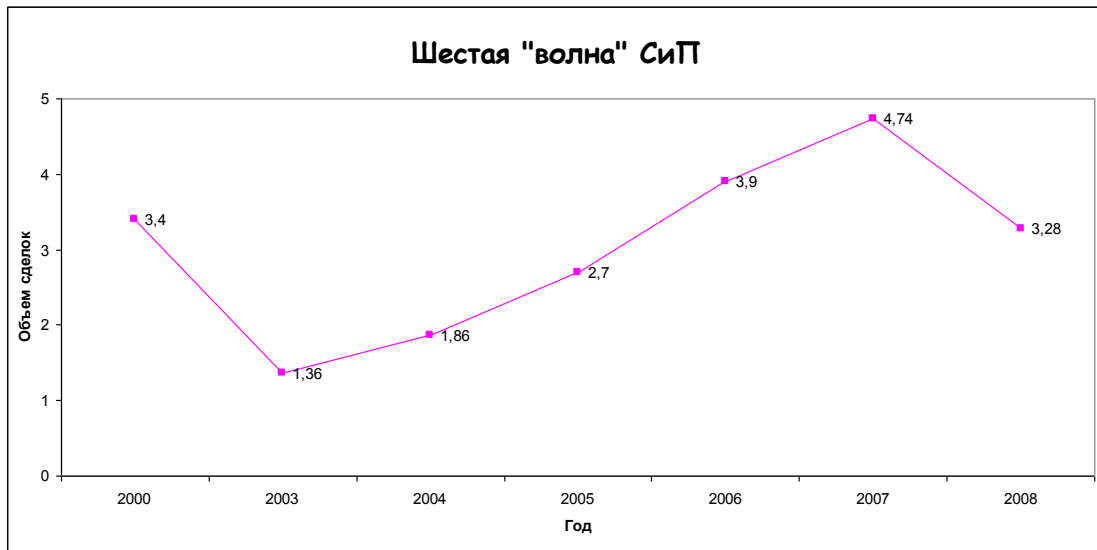
Первые четыре волны СиП, развивавшиеся в основном в пределах национальных экономик, подготовили два мощных «бума» трансграничных сделок по СиП. Кроме того, нарастающее развитие глобализации мировой экономики, формирование глобальной финансовой системы, также способствовало разного рода процессам диверсификации и конгломерирования, проявившихся в формировании финансово-промышленных групп, основ информационно-финансового капитала. Финансовая деятельность, биржевые операции постепенно становятся для многих крупнейших ТНК одним из важнейших направлений их деятельности. С середины 90-х годов в мировой экономике зародилась и развивалась пятая волна СиП (и первая трансграничная), которую некоторые экономисты поспешили определить как «самую высокую и мощную». Возникает международный рынок предприятий, в том числе биржевых площадок, процесс передела собственности выходит на международный уровень.

Пятая волна СиП, пришедшаяся на конец XX и начало XXI века, характеризуется тем, что она во многом определялась задачами горизонтальной интеграции в современных отраслях, каждая из которых представляет сложную совокупность вертикально-интегрированных и диверсифицированных производственно-сбытовых комплексов. При этом в ходе СиП этого цикла осуществлялась перегруппировка сил в среде многоотраслевых концернов, как вертикально интегрированных и диверсифицированных, так и представляющих собой гигантские объединения конгломератного типа.

В диссертации раскрываются особенности шестой «волн» СиП, которая начала набирать силу в 2003 г., а в 2007 г. вышла на пик, после чего стала откатываться, вследствие начавшегося мирового финансово-экономического кризиса.

В диссертации особенности шестой «волны» определяются факторами:

- ✓ Её начало приходится на период краха ряда высокотехнологичных компаний «новой экономики» на фондовом рынке США, которые в пятой «волне» во многом явились катализатором процессов СиП;
- ✓ Высокой конъюнктурой глобальных рынков;
- ✓ Дешёвыми заемными средствами;
- ✓ Начавшейся внешней экспансией крупнейших корпораций стран БРИК и некоторых арабских стран.



Составлено на основе: Financial Times 25.01.2007; Dealogic, RBC-Daily 24.12.2007; Слияния и поглощения 2009, №1-2 (47-48) с. 24-26

Одной из важнейших особенностей пятой и особенно шестой «волны» СиП стала отчётливо проявившаяся тенденция к трансграничной консолидации деятельности ряда национальных фондовых площадок, чего не было отмечено ни в одной из трех предшествующих «волн», а в рамках четвёртой «волны» были в основном созданы предпосылки для такого прорыва, заключавшиеся в возросших масштабах кооперационного сотрудничества в разных формах.

Фондовые биржи ряда стран, как объекты мировой финансовой системы, в основном оставались вне сферы трансграничных сделок СиП, по сравнению, например, с банковскими структурами. Во время пятой «волны» СиП впервые проявились тенденции к трансграничной консолидации в деятельности отдельных фондовых площадок. Реализованные трансграничные сделки, прежде всего проект Euronext можно считать, как показано в диссертации, характерным показателем первой «волны» консолидации в фондовом сегменте в рамках ЕС. Эта «волна» создавала определенные предпосылки для будущих трансграничных, трансконтинентальных и глобальных сделок СиП в биржевой сфере.

В шестой «волне» СиП одной из её структурных частей выступали и сделки по трансграничным слияниям и поглощениям в биржевом секторе, а также мегасделки на глобальном уровне, что позволяет рассматривать их как вторую «волну» транснациональной консолидации биржевых площадок.

Вторая группа проблем охватывает анализ причин и основных характеристик процессов консолидации в международной финансовой системе, в том числе её фондового сегмента.

В условиях глобализации консолидации на национальном уровне для активного участия в глобальной конкурентной борьбе становится недостаточно. Фондовые биржи вынуждены выходить на рынки других стран, чтобы расширить поле своей деятельности и диверсифицировать ее. Используются различные варианты экспансии за пределы национального рынка: слияние (и/или поглощение) с зарубежной торговой площадкой, открытие собственной торговой площадки за рубежом, предоставление услуг зарубежным торговым площадкам, сотрудничество с другими фондовыми биржами (по отдельным проектам или более широкое).

К числу основных предпосылок формирования консолидированного мирового финансового рынка можно отнести следующие факторы:

➤ Экономические, в частности, увеличение ёмкости и глубины национальных финансовых (фондовых) рынков, их диверсификация, возрастание конкурентной борьбы между ними, развитие системы рыночного регулирования движения капитала, интернационализации рынка ценных бумаг, унификации и стандартизации сделок.

➤ Технологические, в том числе, увеличение объёмов сделок ведущих бирж, возникновение их электронных аналогов, распространение новых технологий (финансовая инженерия).

➤ Информационные, включая, изменение средств обмена экономической и финансовой информацией, возникновение глобальных информационных сетей, объединяющих финансовые (биржевые) рынки, снижение затрат на обработку, хранение, использование данных.

➤ Политические, т.е. принятие многими государствами законодательных актов по либерализации перемещения капитала, функционированию национальных рынков ценных бумаг.

В диссертации доказывается, что в рамках процесса финансовой глобализации консолидация фондовых рынков, как объективный процесс, положительно влияет на развитие национальной экономики и сопровождается притоком иностранного капитала. Наличие единого рынка ценных бумаг повышает его ликвидность и соответственно эффективность, хотя в отдельных случаях отрицательно воздействует на конкуренцию.

Как показано в диссертации, процессы консолидации в мировой экономике не сводятся лишь к сделкам по СиП. С начала 90-х годов XX века наблюдается существенный рост разного рода стратегических альянсов, разнообразного кооперационного бизнес-

сотрудничества, деловых партнерств. Стратегические альянсы в области биржевой деятельности начали активно использоваться в бизнес практике в период формирования глобальной финансовой системы, прежде всего на уровне национальных финансовых систем. Процессы консолидации посредством СиП на межнациональном уровне стали своеобразным толчком к развитию международных стратегических альянсов (NYSE и TSE; Simex и CME и др.<sup>4</sup>). В особенности это происходило в тех странах, где процессы для централизации и концентрации биржевой деятельности посредством сделок СиП наталкивались на те или иные препятствия экономического и юридического порядка.

Как выявлено в диссертации, процессы развития современных бирж, представляющих институциональную основу фондового рынка, меняясь, модифицируясь в соответствии с тенденциями определяющими формирование глобальной финансовой системы, несколько отставали от её интегративных императивов. Это отставание во многом связано с традициями функционирования фондовых бирж. Многие из них были окончательно акционированы (демыючализированы) лишь в конце XX начале XXI века. Технологическая и информационная революции, во многих случаях, осовременив работу фондовых бирж, не изменили их суть. Тем не менее, требования финансовой глобализации постепенно заставляли многие биржи более активно включаться в процессы консолидации, в целях сохранения своей конкурентоустойчивости, повышения капитализации, повышения эффективности. В условиях глобализации мировых финансов всё большее значение для успешного функционирования биржи приобретают не только технические вопросы биржевой деятельности, но и вопросы управления консолидированными биржами, выработки и реализации ими своей стратегии в быстро меняющихся условиях внешней среды, в частности, усиления конкуренции со стороны ближайших соседей (в рамках ЕС), а также экспансионистской политикой бирж США и новыми игроками на биржевом поле (финансовые структуры арабских стран, Сянган, Шанхай).

Важнейший показатель степени консолидации фондовых бирж – увеличение объёма капитализации и числа сделок с акциями на ведущих биржах. Общая тенденция консолидации фондовых площадок – биржа, охватывающая весь мир. Как отмечает Рубцов Б.Б. «взаимосвязь и взаимозависимость национальных фондовых рынков усилилась до такой степени, что можно говорить о формировании единого мирового фондового рынка»<sup>5</sup>.

В диссертации анализируется влияние мирового финансово-экономического кризиса на мировой фондовый рынок. В результате кризиса произошло падение всех

---

<sup>4</sup> NYSE – Нью-Йоркская фондовая биржа; TSE – Токийская фондовая биржа; Simex – Сингапурская международная биржа; CME – Чикагская биржа.

<sup>5</sup> Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. М.: Экзамен, 2002. С. 3.

биржевых индексов, хотя и с определёнными региональными различиями. Кризис заметно затормозил сделки крупных СиП в нефинансовой сфере и приостановил этот процесс в фондовом секторе. Вместе с тем отдельные сделки в области СиП и в кризис имели место в США (СМЕ поглотила Чикагскую товарную биржу (Chicago Board of Trade - CBOT) и Нью-Йоркскую товарную биржу (New York Mercantile Exchange - NYMEX)), в Азиатско-Тихоокеанском регионе Сингапурская биржа нацелилась на поглощение австралийской биржи (Australian Stock Exchange - ASE). Альтернативные торговые платформы BATS Global Markets и Chi-X Europe в конце 2010 г. начали эксклюзивные переговоры об объединении. Их альянс может лишить ЛФБ ведущих позиций в Европе.

Третья группа проблем, анализируемая в диссертации, включает рассмотрение сущности и особенностей процессов консолидации, интернационализации и экспансии бирж развитых и некоторых развивающихся стран. Как отмечается в работе, со второй половины XX века заметной тенденцией стал процесс консолидации фондовых бирж в развитых странах. Общее количество бирж повсеместно сократилось, и, в результате, в некоторых странах функционирует по одной бирже, например в Англии, Австралии, Франции. В США в начале XX века насчитывалось около 200 фондовых бирж, в 1931 г. – 38, а в начале XXI века – 7. Процессы консолидации американских бирж осуществлялись вплоть до финансово-экономического кризиса. Консолидация американских фондовых бирж, определяемая конкуренцией на фондовом рынке, сопровождалась их реструктуризацией. Так, в 2006 г. Национальная Фондовая Биржа (National Stock Exchange) завершила сделку по продаже 50 % своих активов группе инвестбанков США, подобные сделки совершили ещё ряд бирж. Некоторые американские биржи уже превратились в подразделения инвестбанков.

В рамках ЕС процессы консолидации биржевых площадок способствовали принимаемые руководством ЕЭС (ЕС) Директивы, регулирующие операции в финансовой сфере, нацеленные на стимулирование конкуренции в финансовом и в том числе биржевом секторе. Результатом этих действий стало создание Федерации европейских фондовых бирж. Объединение фондовых бирж должно было обеспечить глубокий и ликвидный рынок для ведущих инвестиционных компаний, поскольку позволит им котировать акции на биржах, по крайней мере, шести стран.

Среди стран Западной Европы процессы консолидации национальных фондовых бирж имеют заметные отличительные черты в Великобритании. В результате двух реформ, проведенных на ЛФБ в 1986 г. и 1997 г., получивших название «большой встряски» (Big Bang) – модернизация и электронизация деятельности биржи, ЛФБ заметно усилила свои конкурентные позиции не только в Европе, но и в мире, вступив в острую конкуренцию с американскими фондовыми биржами.

Процессы реформирования и консолидации деятельности британских бирж затронули и рынок деривативов. В 1982 г. была образована Лондонская международная финансовая фьючерсная биржа (London International Financial Futures Exchange) – LIFFE, ставшая первой неамериканской биржей финансовых фьючерсов. После объединения с Рынком опционов ЛФБ в 1992 г. она превратилась в одну из крупнейших специализированных бирж деривативов<sup>6</sup>. В 2001 г. LIFFE была приобретена панъевропейской биржей Euronext, появившейся, в свою очередь, в 2000 г. в результате трансграничного слияния трех бирж.

С середины 90-х годов в Великобритании появляются новые торговые системы, альтернативные (Aim), электронные площадки, в частности, электронной биржи Tradepoint, которая также не избежала процессов консолидации. В 1999 г. она стала первой иностранной биржей, получившей разрешение на функционирование в США. В 2001 году она слилась со Швейцарской биржей, образовав биржу Virt-X, на которой торгуются акции крупнейших европейских эмитентов.

Деятельность британских бирж по перестройке, модернизации и консолидации своей деятельности, способствующей повышению их конкурентоспособности, побудила к активизации реорганизации своей деятельности и биржи других европейских стран. Так, во Франции, в которой после Второй мировой войны функционировало семь фондовых бирж, в начале 60-х годов фондовый рынок, претерпев консолидацию, превратился в рынок Парижской фондовой биржи. В середине 1999 г. произошло её формальное объединение с двумя биржами, специализирующимися на торговле деривативами. Формальность этой группы заключалась в том, что её участники сохранили собственную систему регулирования и структуру.

В Германии реформирование деятельности фондовых площадок проходило несколько позднее – их пик пришёлся на 90-е годы XX века. В середине 2000-х годов в стране функционировало восемь фондовых бирж, среди них Франкфуртская и Дюссельдорфская осуществляют большую часть операций. Реформа Франкфуртской фондовой биржи (FWB), реализуемая с начала 90-х годов, включала создание акционерного общества – Немецкая фондовая биржа (Deutsche Börse AG), членами которого стали банки, региональные биржи и свободные маклеры. Немецкая биржа представляет собой группу, состоящую из кассовой и срочной биржи и соответствующих инфраструктурных подразделений.

---

<sup>6</sup> См.: [www.liffe.com](http://www.liffe.com) С этого момента она поменяла название на London International Financial Futures and Options Exchange, сохранив при этом бренд LIFFE



В 90-е годы XX века произошли реформы в деятельности биржевого сектора в Швейцарии, Испании, Италии. При этом в Италии произошло объединение всех фондовых бирж страны в единую Итальянскую биржу. В Швейцарии процесс консолидации происходил путем закрытия четырех провинциальных бирж и объединения трех других в одну Швейцарскую биржу, которая была полностью компьютеризирована. Надзор над фондовым рынком страны перешёл от кантональных властей к Федеральной банковской комиссии.

Что касается фондового рынка Японии, являющимся одним из крупнейших в мире, то на нём действуют пять бирж. При этом на долю ведущей Токийской фондовой биржи приходится свыше 90 % оборота акций по стоимости. Процесс консолидации японских фондовых бирж, начавшийся в 2000-е годы до сих пор не завершён. В 2010 г. правительство Японии выступило с предложением объединения всех 10 действующих фондовых площадок, включая товарно-сырьевые и биржи ценных бумаг. Объединённая биржа вновь должна сделать Японию привлекательной для инвесторов, поскольку в последние годы она начала уступать конкурентам из Кореи, Китая, Сингапура, Индии.

В рамках Европейского экономического сотрудничества (ЕЭС) с конца 80-х годов выдвигались проекты формирования единой системы посредством объединения всех основных бирж сообщества, например, проекты PIPE, Euroquote. Однако эти планы не были реализованы. Вместе с тем продолжалось успешное продвижение проектов отладки взаимодействия на уровне отдельных бирж: был реализован проект «Евролист» (Eurolist), согласно которому получение листинга на одной бирже автоматически давало возможность получить листинг на другой бирже без дополнительных оплат и процедур.

В середине 1999 г. был предпринят существенный шаг по консолидации деятельности фондовых рынков для молодых компаний, через гармонизацию правил допуска к торговле, посредством реализации программы EURO.NM. К этой программе позже присоединились Голландия, Швеция, Дания, Швейцария и Италия.

К концу 90-х годов обостряющаяся конкуренция между европейскими фондовыми рынками способствовала консолидационным процессам, затронувшим в первую очередь рынки производных финансовых инструментов. Так, в середине 1998 г. возникло объединение ряда фьючерсных рынков европейских стран под названием Euro-Globex. В него вошли две французские и испанская срочные биржи NATIF, MONEP и MEFF, а затем к ним присоединились итальянская срочная биржа MIF, ранее произошло объединение германской DTB и швейцарской SOFFEX, получившее название EUREX (EUREX Deutschland, EUREX Switzerland), которая в 1998 г. превратилась в крупнейшую срочную биржу Европы, опередив английскую LIFFE. В 1999 г. эта биржа стала лидирующей в мире

по количеству выписанных контрактов. В конце 1998 г. к ней присоединилась финская биржа (Helsinki Stock Exchange – HEX). Таким образом, панъевропейская консолидация деривативных бирж привела к существенной концентрации всех срочных сделок. Вся срочная торговля в Европе сосредоточена в рамках четырех групп: LIFFE, EUREX, Euro-Globex и NOREX Alliance (биржи Дании, Швеции, Исландии и Норвегии).

Попытки консолидации деятельности фондовых бирж посредством создания совместной площадки для торговли акциями ведущих эмитентов («голубые фишки») на базе SETS и XETRA<sup>7</sup>, несмотря на все усилия и мощную рекламную кампанию, провалились. Проект организации новой биржи под названием iX в октябре 2000 г. реализован не был. Однако подобные неудачи не могли поколебать общую тенденцию по стремлению биржевых площадок ЕС к взаимному сотрудничеству по принципам кооперации, стандартизации и гармонизации регулирования фондового рынка. В мае 1999 г. руководители восьми ведущих европейских фондовых бирж (Амстердамская, Брюссельская, Итальянская, Лондонская, Мадридская, Парижская, Швейцарская и Немецкая) подписали меморандум о взаимопонимании и создании единого регионального рынка для торговли ценными бумагами.

В 2000 г. на базе фондовых бирж Франции, Нидерландов и Бельгии начала действовать объединённая биржа Euronext, которая по капитализации в настоящее время занимает первое место в Евроне. В начале 2002 г. в её состав вошла Лиссабонская биржа. Вошедшие в состав Euronext четыре биржи являются её дочерними компаниями. В октябре 2001 г. Euronext NV купила английскую LIFFE, под управление которой (Euronext Liffe), начиная с 2003 г. постепенно перешли операции всех деривативных бирж четырех стран. Несмотря на структуру из 5 бирж, входящих в Euronext, это единая организация с общей торговой системой (на спотовом рынке – NSC, на срочном – LIFFE CONNECT), единым депозитарием и расчетной палатой.

Консолидационные процессы затронули и инфраструктуру рынка ценных бумаг. С 1979 г. до середины 1997 г. на Лондонской фондовой бирже процедура урегулирования расчетов осуществлялась с помощью биржевой расчетно-депозитарной системы Talisman. В 1997 г. эта система была заменена на новую систему CREST являющуюся одной из самых крупных расчетно-депозитарных систем в мире. В сентябре 2002 г. CREST объединилась с

---

<sup>7</sup> Электронные торговые платформы Лондонской фондовой биржи и Немецкой фондовой биржи соответственно.

международной депозитарно-клиринговой системой Euroclear, с целью образования панъевропейской системы урегулирования расчётов по акциям и облигациям.

В 2000-х годах происходит переход всех европейских бирж на торговые системы ведущих европейских биржевых центров – Лондона (SETS), Франкфурта (XETRA) и Парижа (NSC). Так Венская фондовая биржа с конца 1999 г. использует торговую систему Немецкой биржи XETRA, при этом оставаясь независимым учреждением и сохраняя свою систему клиринга и расчетов. Сходная ситуация в Брюсселе, Лиссабоне, Варшаве, где используется французская торговая система, которая используется на тридцати биржевых площадках мира. С начала 2000 г. реализуется проект Немецкой биржи совместно с Венской биржей по созданию фондовой биржи для стран Центральной и Восточной Европы NEWEX, где используется торговая система – XETRA.

Усиление конкуренции на фондовых рынках заставляет биржи интегрировать кассовые и срочные рынки в рамках одной организации. Так германская опционно-фьючерсная биржа DTB (сейчас EUREX) изначально была создана в рамках единой группы «Немецкая биржа». В Голландии произошло объединение Амстердамской биржи и Европейской опционной биржи в одну организацию – Амстердамская биржа (Amsterdam Exchanges). Появилась также консолидированная площадка OMNEX, созданная в 2003 г. в результате слияния шведской группы OM и Хельсинских бирж. В 2003 г. произошло слияние шведской биржи OM и финской HEX с образованием биржевой группы OMX. В группу вошли также биржи Дании, Латвии, Литвы и Эстонии. Группа создала объединение с другой биржевой группировкой – NOREX Alliance, включивший биржи Норвегии, Дании и Исландии. В результате сформировался единый рынок стран Северной Европы и Балтии с единой торговой платформой (шведской SAXESS). В рамках этих процессов в диссертации анализируется попытка Немецкой биржей (Deutsche Boerse) в 2009 г. поглощения Варшавской биржи.

При изучении особенности консолидации западноевропейского биржевого рынка, в диссертации особое внимание уделено отношению Швейцарии к этому процессу. Консолидация национального биржевого рынка способствовала выдвижению стратегии по превращению Швейцарии в 2015 г. в третий по значению мировой финансовый центр. Характерно, что в отношении внешних слияний и поглощений Швейцарская фондовая биржа (ШФБ) занимает исключительно консервативную позицию. Руководство биржи пока не склонно рассматривать предложения по слиянию, заявляя, что в складывающихся условиях Швейцарии важно сохранить независимость фондового рынка<sup>8</sup>. Вместе с тем, со своей

---

<sup>8</sup> Эксперт. 2010. №4. с.54.

стороны, ШФБ последовательно реализует стратегическую установку на зарубежную экспансию. Уже сегодня она владеет 50 % европейской биржи EUREX, на которой в электронном формате торгуют производными ценными бумагами, а через компанию EUREX Zurich AG держит 23 % акций Европейской энергетической биржи (European Energy Exchange)<sup>9</sup>, представляющей собой самый большой электроэнергетический рынок в Европе, расположенный в Лейпциге.

В результате проведённой консолидации фондовых площадок возросла чувствительность доходности акций в зоне евро к общеевропейским факторам, что свидетельствует о достижении более зрелого уровня интеграции фондовых рынков. Так в 1999-2003 годах 25 % изменения фондовых индексов было обусловлено влиянием общеевропейских тенденций, тогда как в 1986-1991 годах эта доля составляла 13 %. Аналогичная доля в изменении доходности акций увеличилась за тот же период с 65 % до 85 %<sup>10</sup>. Тем не менее уровень развитости фондового рынка еврозоны продолжал отставать от американского рынка. Так, капитализация двух крупнейших бирж США (NYSE и NASDAQ) в середине 2007 г. составляла 20,8 трлн долл. США, в то время как капитализация крупнейших бирж Европы (Euronext, Немецкая, Испанская и Итальянская биржи) в то же время находилась на уровне 4,2 трлн долларов США, а пяти крупнейших бирж ЕС (Euronext, ЛФБ, Немецкой биржи, Испанских бирж и биржи Италии) – 12,85 трлн долл. США<sup>11</sup>.

В конце 2007 г. ЕС в целях стимулирования конкуренции в финансовой отрасли принимает новую директиву Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), которую в Великобритании назвали «революционной»<sup>12</sup>. Её цель – открытие национальных рынков ценных бумаг. Эта директива находится в полном соответствии с обязательствами Евросоюза по созданию для всех товаров и услуг общего рынка. Новая директива разрешает зарегистрированным в одной из стран ЕС финансовым компаниям осуществлять деятельность в любой из стран – членов Евросоюза, даже если они не имеют там представительства. MiFID вводит континентально-европейский стандарт активного конфликтного менеджмента. Новая директива содержит и строгие правила прозрачности, согласно которым придется публиковать обширные сборники разнообразной информации о заключаемых торговых сделках. Всё это должно обострить конкурентную борьбу среди бирж, поскольку подрывает их монопольное положение, вследствие чего они практически не

---

<sup>9</sup> Бацунова С. Швейцария как мировой финансовый центр // Мировая экономика и международные отношения. – 2008. – №11. – С. 90.

<sup>10</sup> Baele L., et al “Measuring Financial Integration in the Euro Area” / Occasional Working Paper Series #14. – April. – 2004. ECB

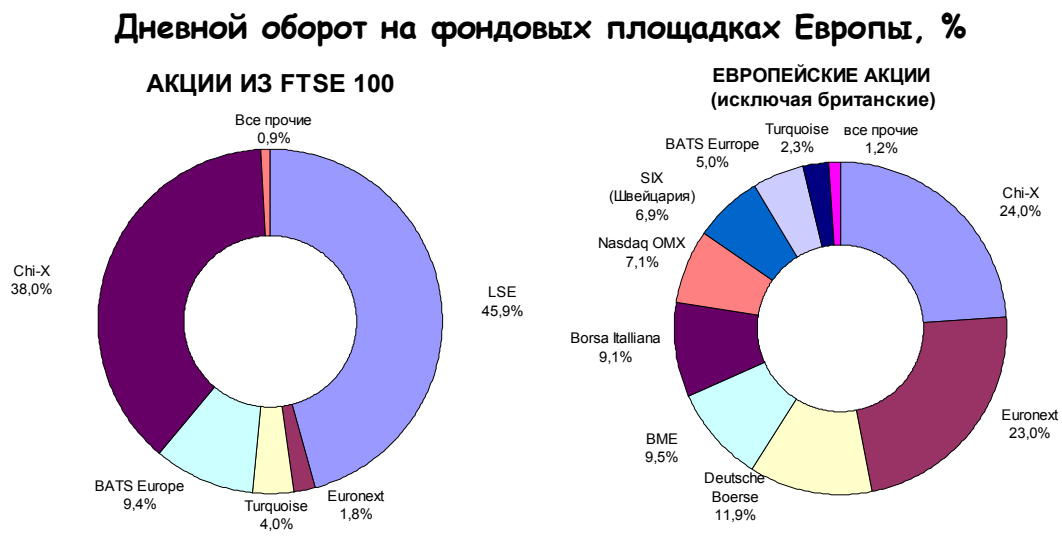
<sup>11</sup> Focus World Federation of Exchanges. 2007. #9. p.42.

<sup>12</sup> РБК daily. 2007. 02 ноября.

заинтересованы снижать издержки. Это же обстоятельство будет заставлять биржевиков идти на другие рынки в страны Восточной Европы, СНГ в поисках новой клиентуры, активнее сотрудничать с местными биржевыми площадками. Однако результаты реформы, как показано в диссертации, привели к ухудшению положения инвесторов: появились многочисленные электронные площадки для торговли акциями, усилившие конкурентную борьбу с традиционными биржами, кроме того ценовая информация оказалась разрозненной, так как отсутствовала публичная центральная система, в которой бы собирались данные с разных площадок. В диссертации делается вывод, что проблема фрагментарности информации может подорвать главную цель MiFID – повышение прозрачности фондовых рынков.

Электронные биржи начали конкурировать с традиционными в объёмах торгов с акциями. В первые три месяца работы Chi-X сумела привлечь на свою площадку 13 % объёма торгов акциями с ЛФБ. К концу 2010 г. этот показатель вырос до 40 %<sup>13</sup> (см. рисунок № 2). Вице-президент NASDAQ OMX К.Конкэннон полагает, что через пять лет европейский фондовый рынок изменится настолько, что на традиционных биржах останется 60 % оборота, а на альтернативных – 40 %<sup>14</sup>.

Рисунок 2



Источник: Thomson Reuters. 2010. 18 November.

Как отмечается в диссертации, тенденции к трансграничному сотрудничеству между биржевыми площадками наиболее активно стала прослеживаться с середины 80-х годов XX века. Между биржами устанавливаются формальные отношения кооперации. Первый

<sup>13</sup> Thompson Reuters. 2010. 18 November.

<sup>14</sup> Ведомости. 2010. 24 октября.

совместный проект связал SIMEX и CME еще в сентябре 1984 г. По этому проекту на двух биржах появился общий контракт на евродоллары. Появление в 90-е годы XX века объединённой европейской биржи Euronext знаменовало собой новую тенденцию, которая в полной мере проявилась в начале XXI века. Толчком к «буму» в консолидации бирж положил 2005 год. Именно тогда начались поглощения фондовых бирж в США и Европе и многочисленные попытки трансконтинентальных СиП фондовых площадок, в частности, попытки слияния ЛФБ и американской NASDAQ, немецкой Deutsche Boerse и Euronext, а также австралийского Macquarie Bank и оператора стокгольмской биржи OMX. Тем не менее, в последующие годы ЛФБ все же продала 48 % акций Дубайскому биржевому холдингу<sup>15</sup>. Американская NASDAQ организовала свой европейский бизнес, приобретая акции скандинавской биржевой группы OMX.

Первой по ряду параметров глобальной биржей стала NYSE-Euronext, в результате слияния американской и европейской фондовых площадок. Эта сделка положила начало второй волне консолидации ведущих биржевых площадок. Первая, как отмечалось выше, пришлась на конец 90-х годов, когда и появилась объединенная Euronext.

Создание альянса NASDAQ с Euronext, как показано в диссертации, способствовало активизации процесса трансконтинентальной консолидации других фондовых площадок. В конце 2006 года NASDAQ заключила соглашение с японской фондовой биржей JASDAQ Securities Exchange об изучении направлений возможного сотрудничества. До этого, как отмечалось выше, американская биржа NYSE и Токийская биржа TSE объявили о создании «стратегического альянса». Между тем, по мнению западных аналитиков, слияние американской или европейской биржи с Токийской фондовой биржей просто необходимо, поскольку все более активно в региональный азиатский финансовый центр превращается главный конкурент Токио – МФЦ Гонконга. В силу этого, американские финансовые структуры все активнее предлагают партнерам в Азии свое сотрудничество.

В диссертации анализируются отношения кооперации между биржами, в частности, между Лондонской и Гонконгской фондовыми биржами, Чикагской биржей (SME) и Сингапурской международной биржей, Euronext со SME и ряд других подобных соглашений. При этом трансграничная консолидация бирж дополняется объединительными процессами инфраструктуры рынков ценных бумаг.

Интернационализация биржевых рынков является объективным процессом и в целом предстает как позитивный процесс. В то же время она порождает ряд проблем.

---

<sup>15</sup> С учетом доли NASDAQ, акциями которой Катарское инвестиционное агентство на Ближнем Востоке сосредоточится более 51% акций ЛФБ.

Например, интеграция финансовых рынков, в том числе биржевых, способствует тому, что финансовый кризис, начавшийся в одной стране, быстро распространяется на соседние страны. В западной экономической литературе в 90-е годы появилось и широко обсуждалось такое понятие как «эффект эпидемии» (contagion – заражение).

Что касается интеграции развивающихся рынков в глобальную финансовую систему в условиях глобализирующейся мировой экономики она последовательно нарастает. Этому способствует внутренняя консолидация деятельности бирж (Южная Корея), расширение объемов фондового рынка (Индия), возрастание роли фондового рынка в экономическом развитии (Китай). Кроме того, процессу интеграции способствует и развитие Интернет-технологий. За последние 10-15 лет произошли заметные преобразования в торговле ценными бумагами, вызванные быстрым развитием финансовых инноваций и глобализацией финансов. Автоматизация торговых систем, введённая европейскими биржами и американской электронно-коммуникационной сетью, в сочетании с расширением Интернет-торговли в режиме реального времени привели к значительному снижению торговых издержек, росту торгового оборота, интернационализации торговых и операционных систем, к реформам в структуре и управлении торговли ценными бумагами.

Четвертая группа проблем, рассматриваемых в диссертации, посвящена особенностям взаимодействия фондовых рынков стран СНГ и перспективам их консолидации.

В настоящее время биржевые рынки стран СНГ находятся на разных ступенях развития. Наиболее развитыми являются фондовые рынки России, Казахстана и Украины, на другом «полюсе» - в Туркменистане и Таджикистане организованный фондовый рынок фактически отсутствует.

Интеграционные процессы в рамках СНГ, несмотря на их значительную формальность, способствовали тому, что законодательство, касающееся фондового рынка, развивалось в странах Содружества в одном направлении, хотя и на фоне явной слабости, половинчатости, незавершенности интеграционных процессов этих стран. Общими предпосылками интеграции фондовых рынков стран СНГ является необходимость развития и повышения открытости национальных рынков, существенного увеличения числа инвесторов и сделок на рынке ценных бумаг, оживления инвестиционно-финансовой деятельности в целом.

Среди шагов в области взаимодействия биржевых рынков стран СНГ в диссертации исследуется процесс гармонизации законодательства на основе разработанного с участием международной ассоциации бирж стран Содружества «модельного закона о рынке ценных

бумаг», - создание единого информационно-торгового пространства для проведения операций с ценными бумагами.

Что касается реальных процессов интеграции бирж стран СНГ, то в их актив можно записать проект создания Украинской биржи с участием РТС с украинскими партнерами, а также решение Первой фондовой торговой системы (ПФТС) продать свои активы российской ММВБ, в размере 50 % + 1 акция. Наиболее весомым результатом в сфере консолидации можно назвать решение о слиянии ведущих российских бирж ММВБ и РТС, принятое в начале февраля 2011 г. Однако реальный процесс слияния, видимо, займёт не менее 3-х лет.

В диссертации анализируется также процесс взаимодействия российских бирж с их западными партнёрами, прежде всего с Немецкой биржей с участием Франкфуртской фондовой биржи и Лондонской фондовой биржей. Основными шагами в этом направлении стали меморандум об обмене информацией и маркетинговыми материалами, а также налаживание сотрудничества в области подготовки и проведения IPO российских компаний на западных фондовых рынках. Российские биржевые структуры, в свою очередь стремятся оперировать на территории своих западных партнёров, в частности в МФЦ Лондона.

В целом можно сделать вывод, что российский фондовый рынок находится на стадии подготовки условий для активной интернационализации своей деятельности, переходу на новый, более продвинутый уровень сотрудничества, как с биржевыми площадками СНГ, так и ведущими мировыми фондовыми структурами. Что касается конкретных стран, то здесь в ближайшей перспективе наиболее вероятно и целесообразно усиление взаимодействия фондовых рынков России и Казахстана, а также Украины и России с перспективой консолидации в той или иной форме биржевых площадок этих трёх стран.

Подводя итоги исследования, автор делает следующие **выводы**.

1. Процессы консолидации финансового сектора в мировой экономике, начавшиеся с конца XIX века, заметно ускорились в период глобализации, выйдя с национального на международный уровень.

2. В современных условиях особое значение приобрела экономика масштаба, поскольку требуются существенные вложения в технологии, дающие преимущества перед конкурентами, а также, при прочих равных условиях, эмитенты предпочитают более глубокие и ликвидные рынки, где они могут привлечь максимальный объём капитала при минимальной цене. Соответственно, развивается тенденция к консолидации бирж, начавшаяся с национального уровня.

3. Консолидация в биржевом сегменте финансового рынка, реализуемая вплоть до 80-х годов XX века в рамках отдельных государств, происходит далеко не всегда синхронно.



Единого мирового процесса консолидации бирж до начала активных процессов глобализации мировой экономики не наблюдалось.

4. Мировой опыт консолидации хозяйственных субъектов включает шесть волн слияний и поглощений, в то время как в биржевом секторе отмечены лишь две подобные волны, пришедшиеся на конец XX – начало XXI века. Консолидация бирж может принимать различные формы. В первую очередь, это слияние двух или нескольких бирж с целью достижения эффекта экономии на масштабе за счёт создания единых технологических платформ для торговли ценными бумагами. Консолидация может осуществляться в форме использования «единого листа», когда компании, котирующиеся на одной бирже, включаются в листинг другой биржи. Что касается других форм консолидации, то разного рода альянсы, кооперационное сотрудничество и некоторые другие формы бизнес-взаимодействия с конца XX века проходят в биржевом и нефинансовом секторе в основном синхронно.

5. Глобализация в биржевом секторе отстает от подобных процессов в мировом производственном и финансовом секторе, как по масштабности, так и глубине сделок. В глобальных сделках участвуют как правило биржи развитых стран. Обостряющаяся конкуренция в финансовой сфере в посткризисный период способствовала трансатлантической консолидации фондовых бирж Европы и Северной Америки – Лондонской и Торонтской фондовых бирж, а также NYSE и Немецкой биржи (в настоящее время их объединение находится в стадии «продвинутых переговоров»).

6. Информационно-коммуникационные технологии способствуют диверсификации деятельности биржевого бизнеса, способствуя его стандартизации, унификации, ускорению совершения сделок. Вместе с тем они обостряют конкуренцию между традиционными и электронными фондовыми площадками и её возрастанию между самими «альтернативными» биржами.

7. В глобальной финансовой системе повышается роль развивающихся финансовых рынков и их биржевых институтов, которые вступают в конкурентную борьбу с ведущими биржами развитых стран, включая сделки СиП, IPO.

8. Консолидация биржевых площадок стран СНГ остается в настоящее время в состоянии перспективных проектов. Реальными участниками такой консолидации могут стать фондовые рынки России, Украины, Казахстана. Толчком в ускорении этого процесса может стать консолидация российских фондовых бирж РТС и ММВБ, а также активное строительство МФЦ в России.

9. Взаимодействие российских биржевых структур с ведущими площадками западных стран в основном находится на предпроектной стадии, на уровне обмена информацией, маркетинговых исследований.

По теме диссертации автором опубликовано шесть научных работ, в том числе три статьи в журналах из перечня российских рецензируемых научных журналов, определённого ВАК:

1. Товмасын А.А. Консолидация и экспансия национальных бирж развитых стран // Экономические науки. Научно-информационный журнал. – 2010. – № 68. – С. 245-249.

2. Товмасын А.А. Основные черты фондового сектора стран СНГ // Экономические науки. Научно-информационный журнал. – 2010. – № 69. – С. 249-254.

3. Товмасын А.А. Основные тенденции функционирования фондовых бирж на мировом финансовом рынке // Международная экономика. – 2011. – № 2. – С. 17-20

4. Товмасын А.А. Интернационализация фондовых бирж в глобальной экономике // Вестник ИМСИТа. Научно-информационный и учебно-методический журнал Академии маркетинга и социально-информационных технологий. – г. Краснодар. – 2009. № 3-4. – С. 85-90.

5. Товмасын А.А. Некоторые тенденции интернационализации деятельности фондовых бирж развитых стран // Social and economic reforms: problems and ways to solve under the conditions of globalization (Социальные и экономические реформы: проблемы и пути решения в условиях глобализации) / Под ред. Лякишевой И. Ставрополь: Альфа Принт, 2009. – С. 116-119.

6. Товмасын А.А. Процессы интернационализации и зарубежной экспансии фондовых бирж // Международная научно-методическая конференция «Современные подходы к модернизации экономики и финансово-экономического образования» в Ростовском государственном экономическом университете (РИНХ). – г. Ростов на Дону. – 2010. – С. 89-93.