

### Научная статья

[https://doi.org/10.54220/finis.1991-](https://doi.org/10.54220/finis.1991-0525.2024.82.1.011)

0525.2024.82.1.011

УДК 339.7

JEL classification: G01, G15

### ВЗАИМОСВЯЗЬ ВОЛАТИЛЬНОСТИ РЫНКА АКЦИЙ И ОТКРЫТОСТИ ЭКОНОМИКИ ДЛЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ<sup>1</sup>

Алифанова Е.Н.<sup>a</sup>, Маняхин Т.В.<sup>b\*</sup>

<sup>a,b</sup> Финансовый университет  
при Правительстве РФ, г. Москва, Россия

#### Аннотация

**Введение.** Тема волатильности рынка акций традиционно привлекает внимание практиков и исследователей по всему миру. Для инвесторов понятие волатильности ожидаемо связано с поиском возможностей для заработка и оценкой рисков вложений. Неслучайно теорией и практикой финансовых рынков выработан целый арсенал индикаторов и инструментов оценки волатильности, которые ложатся в основу различных инвестиционных стратегий. Не менее важна тема волатильности и для регуляторов финансовых рынков, поскольку высокая волатильность обостряет проблематику обеспечения финансовой безопасности. Одной из дилемм для регулятора является то, что выгоды от привлечения иностранных инвестиций для развития экономики сопряжены с повышением волатильности финансового рынка. Именно в данном контексте настоящее исследование сфокусировано на эмпирическом изучении зависимости уровня волатильности рынка акций от степени открытости экономики к зарубежному капиталу,

наличие которой и стало гипотезой исследования.

**Материалы и методы.** Информационной базой исследования стали данные профильных международных организаций, в том числе Morgan Stanley Capital International (MSCI), Всемирного банка (The World Bank), Организации экономического сотрудничества и развития (OECD<sup>3</sup>), а также результаты отдельных ранее выполненных научных исследований по рассматриваемой теме. При проведении исследования применены различные общенаучные методы, в том числе индукции и дедукции, сравнительного и статистического анализа, элементы системного подхода и другие.

**Результаты исследования.** Эмпирический анализ на предмет наличия взаимосвязи между уровнем волатильности включенных в выборку рынков акций и степенью открытости соответствующих экономик к зарубежным инвестициям в ряде случаев дал основания сделать заключение о подтверждении положительной корреляции между указанными параметрами. В то же время отдельные полученные результаты не дали возможности однозначно подтвердить гипотезу.

**Обсуждение и заключение.** Несмотря на то, что полученные данные в ряде случаев не позволили подтвердить гипотезу о положительной корреляции между уровнем волатильности рынков акций и степенью открытости экономики к иностранным инвестициям, соответствующие примеры, по мнению авторов, не опровергают гипотезу, а могут быть связаны с наличием комплекса факторов, в условиях которых реакция рынка усиливается или ослабевает.

**Ключевые слова:** волатильность, ограничения, инвестиции, кризис, регулирование, акции, риски, уязвимости.

**Для цитирования:** Алифанова Е.Н., Маняхин Т.В. Взаимосвязь волатильности рынка акций и открытости экономики для иностранных инвестиций. *Финансовые исследования*. 2024;25(1):143-153. doi:10.54220/finis.1991-0525.2024.82.1.011.

<sup>1</sup> Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета при Правительстве РФ.

<sup>2</sup> \* Corresponding authors:

E-mail addresses: enalifanova@fa.ru (E.N. Alifanova), tvmanyakhin@fa.ru (T.V. Maniakhin).

<sup>3</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development.

## THE RELATIONSHIP BETWEEN STOCK MARKET VOLATILITY AND ECONOMIC OPENNESS TO FOREIGN INVESTMENTS<sup>1</sup>

E.N. Alifanova<sup>a</sup>, T.V. Maniakhin<sup>b\*</sup>

<sup>a,b</sup> Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

### Abstract

**Introduction.** The topic of stock market volatility has traditionally attracted the attention of practitioners and researchers around the world. For investors, the concept of volatility is expectedly associated with the search for opportunities to earn money and assessment of investment risks. It is no coincidence that the theory and practice of financial markets have developed a whole arsenal of indicators and tools for assessing volatility, which form the basis of various investment strategies. The topic of volatility is no less important for financial market regulators, since high volatility exacerbates the problem of ensuring financial security. One of the dilemmas for the regulator is that the benefits of attracting foreign investment for economic development are accompanied by increased financial market volatility. In this regard this study is focused on an empirical study of the dependence of the level of stock market volatility on the degree of openness of the economy to foreign capital, the presence of which became the research hypothesis.

**Materials and methods.** The information base for this study was data from specialized international organizations, including Morgan Stanley Capital International (MSCI), The World Bank, the Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), as well as the results of previously completed scientific studies on the topic under consideration. When conducting the research, various general

scientific methods were used, including induction and deduction, comparative and statistical analysis, elements of a systematic approach, and others.

**Results.** Empirical analysis of the relationship between the level of volatility of the stock markets included in the sample and the degree of openness of the corresponding economies to foreign investment in a number of cases gave reason to believe that a positive correlation between these parameters has been confirmed. At the same time, some of the results obtained did not make it possible to unambiguously confirm the hypothesis.

**Discussion and Conclusion.** Despite the fact that the data obtained in a number of cases did not allow us to confirm the hypothesis about a positive correlation between the level of volatility of stock markets and the degree of openness of the economy to foreign investment, the corresponding examples, according to the authors, do not refute the hypothesis, but may be associated with the presence of a complex of factors under conditions in which the market reaction increases or decreases.

*Keywords:* volatility, restrictions, investments, crisis, regulation, stocks, risks, vulnerabilities.

**For citation:** E.N. Alifanova, T.V. Maniakhin. The Relationship Between Stock Market Volatility and Economic Openness to Foreign Investments. *Financial Research*. 2024;25(1):143-153. doi:10.54220/finis.1991-0525.2024.82.1.011.

### 1. Введение

Понятие волатильности является одним из центральных для практиков финансовых рынков, и оно достаточно многогранно с учетом целей присутствия на рынке различных его участников, используемых инвестиционных стратегий, доступных для инвестирования сегментов рынка и инструментов, степени неопределенности в отношении макроэкономической ситуации и траектории денежно-кредитной политики и других факторов.

Для трейдеров, извлекающих спекулятивную выгоду из колебаний котировок

<sup>1</sup> The article is based on the results of the research carried out at the expense of budgetary funds under the state assignment of the Financial University under the Government of the Russian Federation.

в течение дня, волатильность котировок отдельно взятых финансовых активов (инструментов) является одним из главных критериев при формировании портфеля активов (инструментов) для торговли, поскольку амплитуда колебаний котировок напрямую влияет на объем капитала, необходимого для обеспечения требуемой доходности в рамках ликвидности актива (инструмента). Значения Beta-коэффициента вкупе с другими показателями (например, показателями группы P/E), отражающими перспективы роста (как и падения) активов (инструментов) конкретных эмитентов и рынков, становятся решающими в рамках многих краткосрочных стратегий, предоставляя возможности заработка как на росте, так и на падении котировок.

Для средне- и долгосрочных инвесторов показатели, характеризующие волатильность котировок отдельно взятых активов (инструментов), как и сегментов рынка, индексов или рынков в целом также представляют интерес, поскольку могут помочь определить наиболее выгодные активы (инструменты) и «точки входа» в позиции по ним для извлечения максимальной выгоды на соответствующем экономическом цикле, а также позволяют лучше управлять риском ликвидности на случай возникновения необходимости в досрочном закрытии позиций. На помощь инвесторам в указанных целях, наряду с уже упомянутыми показателями, приходят показатели стандартного отклонения (StDev) и различные модели управления инвестициями, учитывающие волатильность инструментов, например модель Шарпа.

Показатели волатильности широко применяются на финансовых рынках не только для целей построения и реализации инвестиционных стратегий, но и в качестве индикаторов настроений на рынке (например, индекс VIX и подобные ему), отражающих общие ожидания и уровень неопределенности в отношении дальнейшего развития экономической ситуации

и/или траектории денежно-кредитной политики.

Одним из важных аспектов проблематики волатильности рынка акций является уровень его волатильности. Данная проблематика представляет интерес как для инвесторов с точки зрения лучшего понимания возможностей и рисков управления инвестициями, так и для государства с позиции необходимости обеспечения стабильности и безопасности финансовой системы, особенно в кризисные периоды, когда глубина и скорость падения рынка определяют скорость принятия и характер ответных мер регулятора.

Заблаговременный факторный анализ потенциала волатильности рынка, проработка сценариев развития ситуации и проактивная разработка соответствующих ответных мер становятся залогом успешного решения задач регулятора. Одним из значимых факторов волатильности рынка является степень присутствия на рынке иностранного капитала, которая, в свою очередь, во многом связана с инвестиционной привлекательностью рынка и степенью регулирования иностранных инвестиций.

Влияние перетоков иностранного капитала на проблематику обеспечения стабильности и развития национального финансового рынка неоднократно находило подтверждение на практике, в том числе и в последние годы в Российской Федерации.

Целью данного исследования является эмпирическое подтверждение гипотезы о наличии однозначной положительной взаимосвязи между открытостью национальной экономики к иностранным инвестициям и уровнем волатильности рынка акций соответствующей страны. Данный ракурс рассмотрения проблематики волатильности рынка акций не нашел достаточного освещения в научной и прикладной литературе.

В данном контексте под волатильностью рынка акций далее в настоящем исследовании для достижения его целей понимается амплитуда (глубина) изменения

его показателей под воздействием кризисных явлений.

## 2. Материалы и методы

Проблематика волатильности на рынке акций достаточно широко освещена в научной литературе и на практико-ориентированных ресурсах как в России, так и за рубежом. При этом рассматриваемые аспекты достаточно многогранны, что обусловлено комплексным характером и традиционной актуальностью темы.

Например, Решетниковой Т.В. и Тульским Ю.М. осуществлена систематизация понятия «волатильность», рассмотрены основные причины и последствия волатильности [1]. Рамазановым С.А. и Кокиным А.С. изучена волатильность акций крупнейших российских эмитентов [2]. Ключниковым О.И. уделено значительное внимание индексам волатильности на рынке акций и взаимосвязи волатильности с ожиданиями рынка [3].

Scott R. Baker, Nicholas Bloom, Steven J. Davis и Marco Sammon достаточно подробно исследовали вклад различных факторов в волатильность акций на рынках разных стран [4]. Adam Atkins, Enrico Gerding и Mahesan Niranjan исследовали влияние на волатильность акций поступающей на рынок информации из новостных источников [5]. Qin Luo, Jinfeng Bu, Weiju Xu и Dengshi Huang в своей недавней работе [6] исследовали возможности различных моделей в части точности прогнозирования волатильности рынка акций.

Список интересных исследований по рассматриваемой теме можно продолжать еще достаточно долго. Вместе с тем многие работы сосредоточены на анализе возможностей для инвестирования и связанных с ними рисков либо на факторном анализе волатильности рынка акций.

В данной работе волатильность рынка акций рассматривается сквозь призму проблематики обеспечения стабильности, безопасности и развития национального финансового рынка. С одной стороны, волатильность рынка акций не может не находиться в фокусе внимания регулято-

ров с учетом возможного негативного влияния повышенной волатильности на финансовую систему и экономику в целом.

С другой стороны, очевидно, что повышенная волатильность рынка акций может являться платой за стимулирование притока в экономику зарубежного капитала в целях обеспечения ее устойчивого развития.

Для подтверждения/опровержения гипотезы исследования использованы следующие данные:

- в части волатильности рынка акций – значения индексов рынков акций, разработанных MSCI [7]. В выборку включены индексы развивающихся рынков (семейство индексов MSCI EM), так как для данной категории рынков наиболее актуальна проблематика притока/оттока иностранных инвестиций. Использование индексов MSCI для сравнительного анализа связано как с их международным признанием, так и с их сопоставимостью по временным отрезкам и значениям (выражены в долларах США);

- в части степени открытости экономики к иностранным инвестициям – страновые значения индекса строгости регулирования прямых иностранных инвестиций (Foreign Direct Investment Regulatory Restrictiveness Index), разработанного OECD. Его значение определяется на основе анализа страны по следующим четырем позициям: ограничения на вложения иностранного капитала в акции; процедура согласования прямых иностранных инвестиций; ограничения на ключевой иностранный персонал в компании; операционные ограничения. Значения индекса варьируются от 0 до 1 (от меньшей к большей закрытости экономики) [8]. Несмотря на то, что индекс отражает регулирование прямых инвестиций, он в целом релевантен и для портфельных вложений с учетом схожести факторов, обуславливающих их приток/отток (инвестиционная привлекательность страны, перспективы бизнеса, политические факторы и др.), и зачастую различия между ними только по критерию

соответствия установленного на законодательном уровне порогового значения вложений, когда один тип инвестирования переходит в другой.

В выборку включены общий индекс рынков акций группы развивающихся стран (MSCI EM) и индексы рынков акций всех входящих в общий индекс стран (MSCI India, MSCI China и т.д.), по которым на момент проведения анализа на соответствующем ресурсе OECD [8] имелись данные по индексу строгости регулирования иностранных инвестиций, – 15 из 24 стран, входящих в индекс MSCI EM, или 63% от общего числа стран в MSCI EM.

Российский рынок акций не вошел в выборку в рамках данного исследования по причине прекращения его расчета в семействе индексов MSCI EM и отсутствия данных по соответствующему индексу на ресурсе OECD.

Поведение включенных в выборку индексов MSCI было рассмотрено на примере ряда фондовых кризисов как периодов времени, когда влияние иностранного капитала на волатильность национальных рынков наиболее ярко выражено. Очевидно, что отдельные кризисы (например, Азиатский кризис 1997–1998 гг. или долговой кризис в Европе 2011 г.) наибольшее влияние оказывали на рынки соответствующего региона, но они не могли не затрагивать, хотя, возможно, и в меньшей мере, и другие рынки с учетом происходившей ребалансировки активов международных инвестиционных фондов.

Расчет изменений значений индексов MSCI произведен по доступным на момент расчета в базе данных MSCI значениям соответствующих индексов (месячные данные) на максимальную глубину падения индекса за соответствующий период влияния кризиса до начала его восстановления. Данный подход не учитывает внутримесячные экстремумы ввиду отсутствия соответствующих данных, что существенно не повлияло на репрезентативность полученных результатов.

### 3. Результаты исследования

Рассчитанные данные о волатильности рынков акций, попавших в выборку, в рассматриваемые кризисные периоды с соответствующими каждому периоду страновыми значениями индекса OECD приведены в таблице 1. Страны размещены в таблице в порядке убывания размера ВВП страны в долларом (долл. США) выражении по данным Всемирного банка за 2022 год [9].

Анализ данных, содержащихся в таблице, в целом, как и ожидалось, позволяет сделать предположение о наличии положительной корреляции между степенью открытости страны к иностранным инвестициям и уровнем волатильности национальных рынков акций.

Так, например, обращает на себя внимание возрастание волатильности индекса MSCI Индии по мере либерализации системы внутренних ограничений на движение иностранного капитала, находящей отражение в заметном снижении индекса OECD. В частности, если в период Азиатского кризиса 1997–1998 гг. индекс MSCI Индии снизился существенно меньше относительно общего индекса развивающихся стран (MSCI EM), то в остальные кризисные периоды снижение индекса MSCI Индии превышало снижение общего индекса, за исключением падения рынков в 2015–2016 гг., где ключевые события происходили в Китае.

Похожее явление в целом наблюдается и в отношении других индексов, например индексов рынков акций Турции, Египта и Польши, где строгость регулирования прямых иностранных инвестиций, согласно индексу OECD, также заметно снизилась на рассматриваемом временном отрезке.

Обращает на себя внимание и достаточно высокая волатильность индексов рынков акций ряда стран с невысоким значением индекса OECD (т.е. с высокой открытостью экономики), таких как ЮАР и Бразилия, и значительная волатильность индексов рынков акций Греции и Венгрии,

также характеризующихся невысокими значениями индекса OECD, в кризисные периоды, которые напрямую затронули

указанные страны (долговой кризис в Европе 2011 г., Мировой финансовый кризис 2007–2008 гг., пандемия 2020 г.).

**Таблица 1.** Изменения значений индексов MSCI развивающихся стран в кризисные периоды и соответствующие им значения индексов строгости регулирования прямых инвестиций OECD

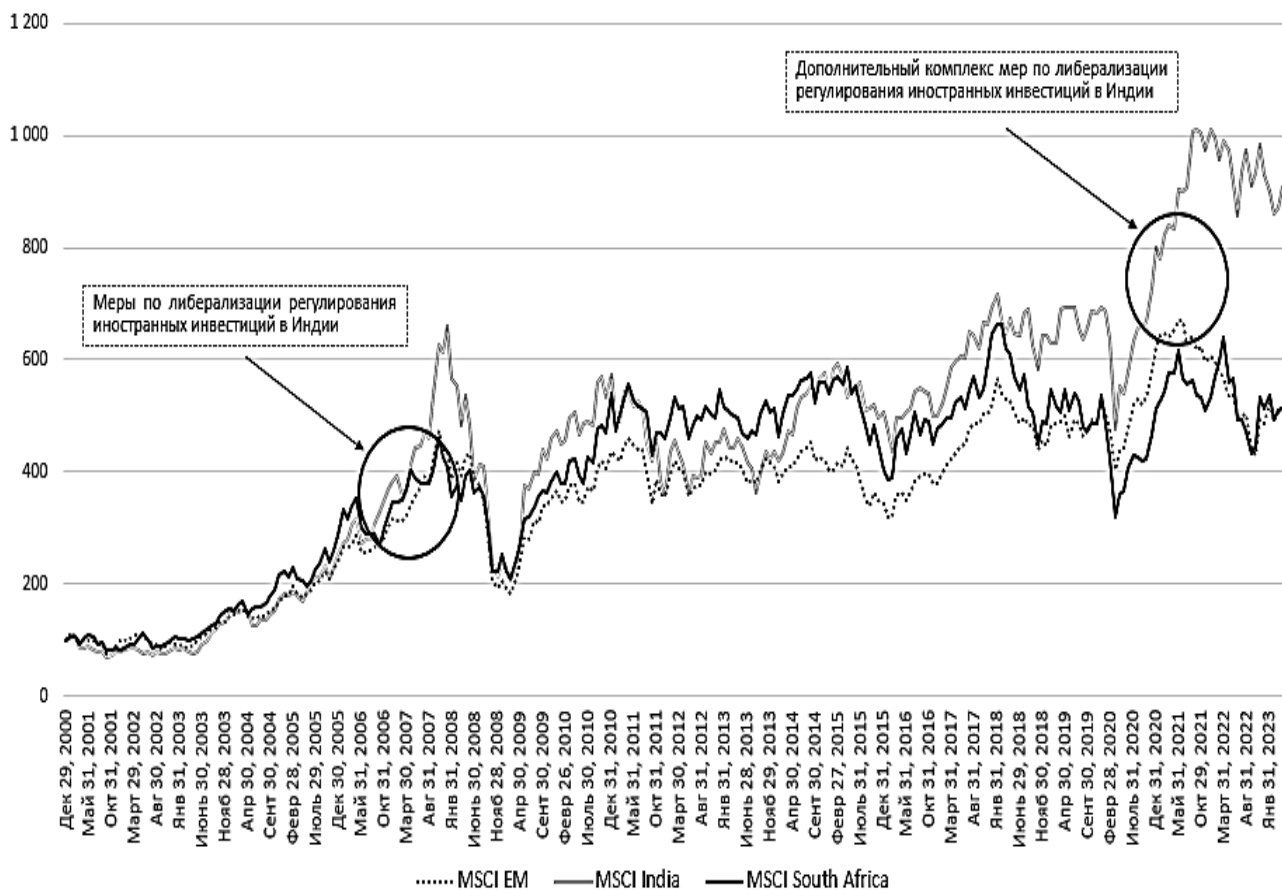
**Table 1.** Variations in MSCI Emerging Markets Indices During Crisis Periods and Corresponding OECD Foreign Direct Investment Regulatory Strictness Indices

Индекс (страна) / Index (Country)	ВВП за 2022 г., млрд \$ / GDP for 2022, billion \$	Изменение индекса MSCI (%), (в скобках – индекс строгости регулирования прямых инвестиций OECD) / Change in MSCI Index (%)				
		Азиатский кризис 1997– 1998 гг. / Asian Crisis 1997–1998	Мировой фин. кризис 2007– 2008 гг. / Global Financial Crisis 2007– 2008	Долговой кризис в Европе 2011 г. / European Debt Crisis 2011	Кризис фондовых рынков 2015– 2016 гг. / Stock Market Crisis 2015– 2016	Пандемия 2020 г. / Pandemic 2020
Группа развивающихся стран (MSCI EM), в т.ч.:	-	-57	-63	-24	-24	-24
Китай	17 963	-79 (0,63)	-65 (0,47)	-24 (0,44)	-32 (0,34)	-22 (0,22)
Индия	3 417	-33 (0,48)	-68 (0,28)	-34 (0,28)	-21(0,24)	-32 (0,21)
Бразилия	1 921	-57 (0,12)	-58 (0,09)	-31 (0,10)	-42 (0,10)	-51 (0,08)
Южная Корея	1 674	-65 (0,53)	-69 (0,14)	-27 (0,14)	-15 (0,14)	-23 (0,14)
Мексика	1 466	-49 (0,29)	-60 (0,21)	-19 (0,21)	-17 (0,19)	-36 (0,19)
Индонезия	1 319	-83 (0,48)	-64 (0,36)	-17 (0,32)	-24 (0,39)	-40 (0,35)
Турция	907	-33 (0,28)	-72 (0,10)	-15 (0,08)	-20 (0,06)	-30 (0,06)
Польша	688	-26 (0,17)	-76 (0,08)	-32 (0,07)	-29 (0,07)	-36 (0,07)
Египет	477	-31 (0,18)	-60 (0,13)	-24 (0,13)	-33 (0,13)	-27 (0,12)
ЮАР	405	-56 (0,10)	-57 (0,10)	-18 (0,06)	-31 (0,06)	-41 (0,06)
Колумбия	344	-62 (нд)	-38 (нд)	-14 (0,03)	-33 (0,03)	-50 (0,03)
Чили	301	-55 (0,07)	-39 (0,06)	-28 (0,06)	-16 (0,06)	-34 (0,06)
Чехия	291	-18 (нд)	-61 (нд)	-29 (0,01)	-26 (0,01)	-39 (0,01)
Греция	218	-15 (0,07)	-75 (0,05)	-69 (0,03)	-63 (0,03)	-45 (0,03)
Венгрия	177	-26 (0,15)	-78 (0,06)	-51 (0,03)	-5 (0,03)	-39 (0,03)

Источник: разработана авторами по: MSCI Emerging Markets Indexes database; The World Bank. GDP (Current US\$). All countries and economies; OECD FDI Regulatory Restrictiveness Index.

Отмеченные закономерности хорошо прослеживаются и на графиках динамики индексов MSCI соответствующих стран в сравнении с общим индексом группы развивающихся стран MSCI EM. В качестве примера на рисунке 1 приведены доступные данные о динамике индекса MSCI EM в

сравнении с индексами рынков акций Индии (MSCI India) и ЮАР (MSCI South Africa) как стран, которые на начало 2000-х гг. характеризовались одним из самых высоких и одним из самых низких значений индексов строгости регулирования прямых иностранных инвестиций OECD соответственно.



**Рис. 1.** Динамика индексов MSCI EM, MSCI India и MSCI South Africa в период 2000–2023 гг.

**Fig. 1.** Dynamics of MSCI EM, MSCI India, and MSCI South Africa Indices from 2000 to 2023

Источник: разработан авторами по: MSCI Emerging Markets Indexes database (base value at 100, net, USD, monthly).

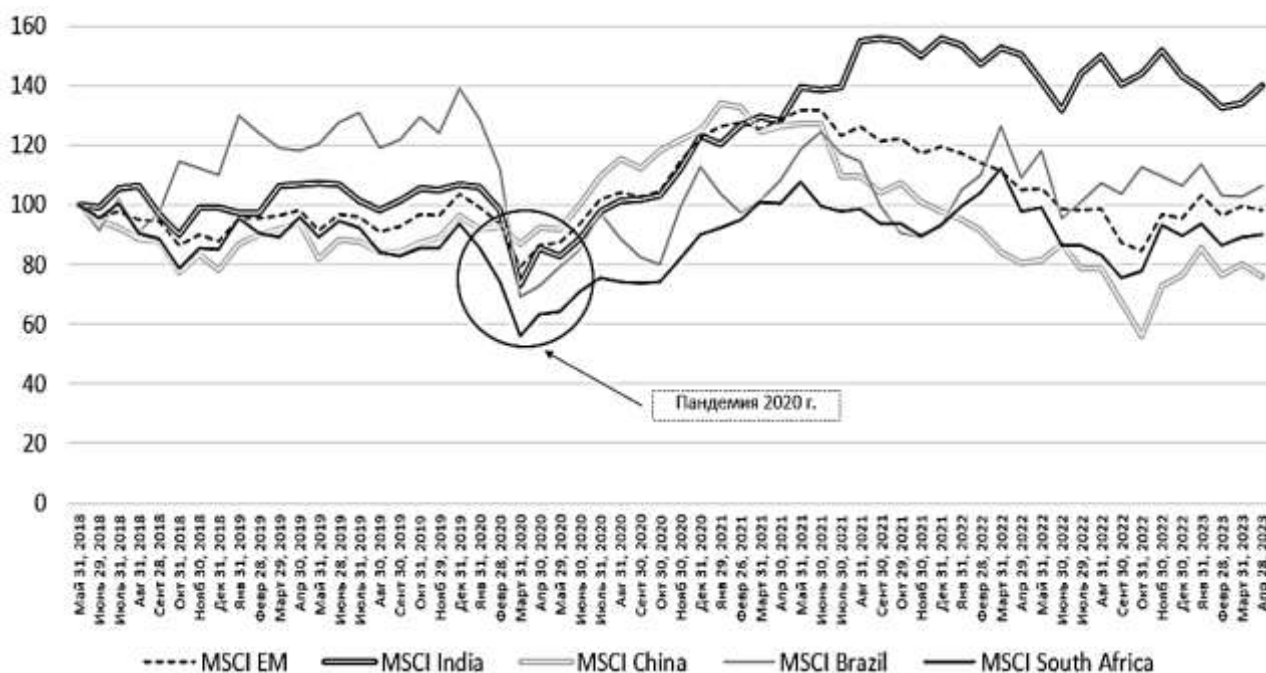
Как видно из рисунка 1, индекс рынка акций ЮАР, страны с относительно низким значением индекса OECD на протяжении всего рассматриваемого периода, демонстрировал более высокую волатильность относительно общего индекса развивающихся стран также на протяжении всего периода. Индекс рынка акций Индии стал более волатильным по мере либерализации регулирования в данной стране иностранных инвестиций (как прямых, так и портфельных), что нашло выражение и в снижении индекса OECD.

Из данных, содержащихся в таблице 1, также заметно, что страны со все еще достаточно высоким уровнем индекса OECD (например, Китай, а также Индия, несмотря на значительную либерализацию регулирования иностранного капитала в данной стране) в период пандемии 2020 г. показали меньшую волатильность рынка акций (по

данным индексам MSCI) относительно многих стран с низким значением индекса OECD (например, ЮАР и Бразилия), что, как и предыдущие тезисы, свидетельствует в пользу подтверждения гипотезы исследования. Указанная тенденция отчетливо прослеживается на рисунке 2.

Дополнительно следует отметить, что в ходе исследования также получило подтверждение использованное при формировании гипотезы предположение о том, что волатильность рынков акций развивающихся стран выше, чем развитых, в связи с чем исследование было сконцентрировано именно на развивающихся странах.

В частности, на рисунке 3 на примере индекса MSCI G7 отчетливо видно, что развитые фондовые рынки в целом менее волатильны относительно развивающихся рынков как в кризисные периоды, так и при восстановлении рынков.



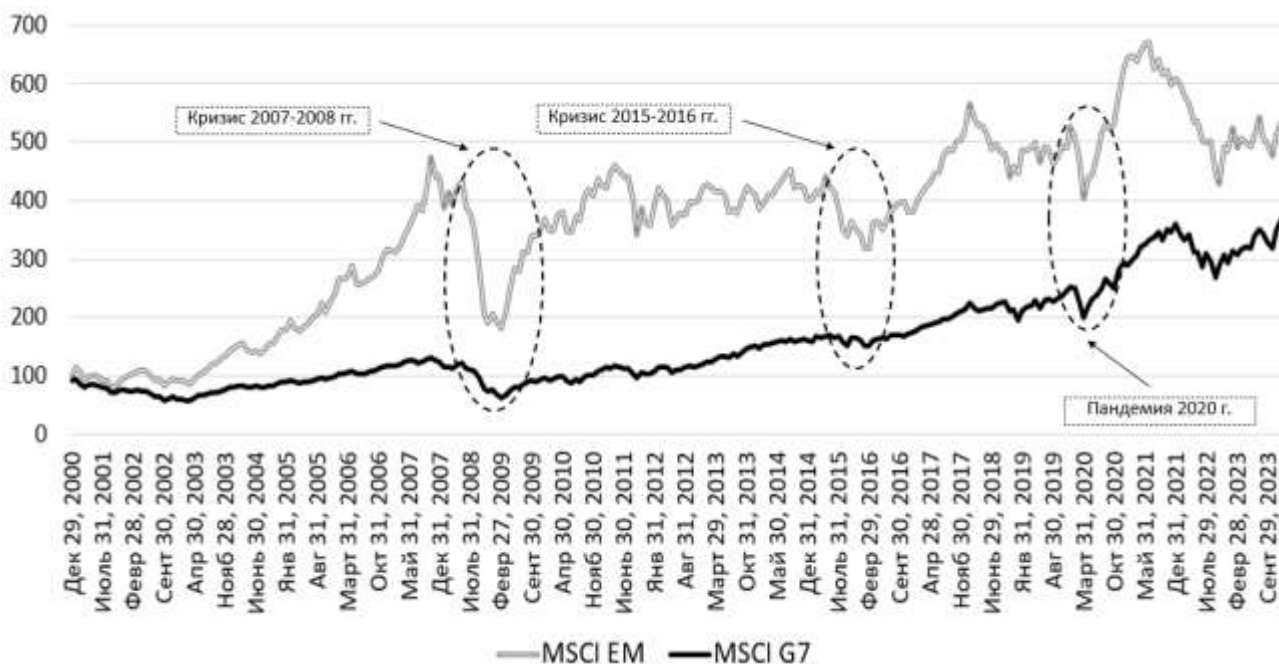
**Рис. 2.** Динамика индексов MSCI EM, MSCI India, MSCI China, MSCI Brazil и MSCI South Africa в период 2018–2023 гг.

**Fig. 2.** Dynamics of MSCI EM, MSCI India, MSCI China, MSCI Brazil, and MSCI South Africa Indices from 2018 to 2023

Источник: разработан авторами по: MSCI Emerging Markets Indexes database (base value at 100, net, USD, monthly).

В то же время в ходе исследования были получены и некоторые неожиданные результаты, которые не позволили однозначно подтвердить его гипотезу (как и

опровергнуть) относительно положительной корреляции между волатильностью национального рынка акций и открытостью экономики к иностранным потокам капитала.



**Рис. 3.** Динамика индексов MSCI EM и MSCI G7 в период 2000–2023 гг.

**Fig. 3.** Dynamics of MSCI EM and MSCI G7 Indices from 2000 to 2023

Источник: разработан авторами по: MSCI Emerging Markets Indexes и MSCI Developed Markets Indexes databases (base value at 100, net, USD, monthly).

Например, несмотря на высокие значения индекса строгости регулирования прямых иностранных инвестиций OECD в 1997–1998 гг. таких стран, как Индонезия, Южная Корея и Китай, глубина снижения индексов MSCI указанных стран в период Азиатского кризиса 1997–1998 гг. стала одной из самых высоких как в регионе, так и в группе развивающихся стран (см. табл. 1).

#### **4. Обсуждение и заключение**

Факты повышения волатильности рынка акций в кризисные периоды по мере ослабления ограничений на иностранные инвестиции (что, например, выявлено в отношении Индии), а также в целом более высокая волатильность рынков акций стран с менее строгим регулированием иностранных инвестиций свидетельствуют в пользу наличия положительной корреляции между открытостью экономики к иностранному капиталу и волатильностью национального рынка акций.

При этом данное утверждение более справедливо в отношении развивающихся рынков, характеризующихся более высокими (относительно развитых рынков) страновыми рисками (как и потенциалом доходности), в конечном итоге оказывающими влияние на волатильность рынков.

Выявленные закономерности в целом ожидаемы, так как представляется очевидным потенциал более высокой волатильности рынка акций при большем участии на нем иностранного капитала, поскольку на рынок начинают оказывать большее влияние экономические мотивы зарубежного капитала, нередко сконцентрированного в ряде крупных институциональных инвесторов/фондов.

В этой связи есть основания полагать, что отмеченные в ходе исследования эмпирические данные, не позволяющие подтвердить гипотезу, могут быть обусловлены не ошибочностью гипотезы, а наличием специфических (в том числе страновых) факторов, в условиях которых действие общих для группы стран / региона кризисных явлений усиливается или ослабляется.

Более детальное изучение отдельных из отмеченных выше фактов показало следующее.

Глубокое падение рынка акций Индонезии (по данным индекса MSCI Индонезии) в период Азиатского кризиса 1997–1998 гг., несмотря на одно из самых высоких на тот момент среди развивающихся стран значений индекса строгости регулирования прямых инвестиций OECD, по мнению исследователей [10], было обусловлено не только эффектом домино и перетоком капитала в условиях кризиса, но и внутренними проблемами в реализации мер валютного регулирования и контроля, слабостью финансовой системы, а также внутривалютными факторами.

Сочетание ряда факторов могло обусловить и одно из сильнейших снижений рынка акций в период Азиатского кризиса в Южной Корее, несмотря на то что и в данной стране индекс OECD на момент кризиса был одним из самых высоких в группе развивающихся стран. В частности, согласно проведенным исследованиям [11], падение фондового рынка страны на общем фоне кризиса в регионе усугубили существовавшие проблемы с ликвидностью, недостатки в сфере корпоративного управления и другие факторы.

В отношении Китая, индекс MSCI которого также вошел в число лидеров по масштабам снижения в период кризиса 1997–1998 гг. при высоком значении странового индекса OECD, следует отметить, что такое снижение индекса могло быть вызвано методологическими особенностями его составления, в т.ч. включением компаний, торгующих в Гонконге.

Сам же материковый Китай, как отмечается в детальных исследованиях [12], наоборот, был в меньшей степени затронут Азиатским кризисом, чему могла способствовать в том числе и высокая степень государственного регулирования китайского финансового рынка, что лишь подтверждает гипотезу исследования, несмотря на полученные эмпирические данные.

Таким образом, по мнению авторов, степень открытости национальной экономики к зарубежным инвестициям не может оказывать влияния на потенциал волатильности локального рынка акций. Для однозначных выводов в отношении наличия и масштабов влияния данного фактора

в каждом конкретном случае необходимо проведение более глубокого факторного анализа, учитывающего действующий в стране режим валютного курса и меры валютного контроля, структуру национального фондового рынка (в том числе масштабы присутствия на нем иностранного капитала), особенности налогообложения, уязвимости и перспективы национальной экономики, оперативность и эффективность принимаемых властями ответных мер в кризисные периоды и др.

Выполнение такого анализа в отношении определенных стран/регионов требует проведения отдельных комплексных исследований.

### СПИСОК

#### ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ:

1. Решетникова Т.В., Тульский Ю.М. Волатильность рынка ценных бумаг и ее влияние. *Вестник МГТИ им. Г.И. Носова*. 2011;(4):100-103.
2. Рамазанов С.А., Кокин А.С. Исследование волатильности акций наиболее известных российских компаний. *Экономика, право, образование: региональный аспект: Сборник научных трудов XII межвузовской научно-практической конференции*. Нижний Новгород. 2018:54-63. EDN VJMDVX.
3. Ключников О.И. Проблемы оценки неопределенности фондового рынка и индексы волатильности. *Ученые записки Международного банковского института*. 2020;(1):20-39. EDN PCMELI.
4. Baker S.R., Bloom N., Davis S.J., Sammon M. What Triggers National Stock Market Jumps? Harvard Business School Working Paper. 2022. Available at: <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=61076> (Accessed: 17.01.2024).
5. Atkins A., Niranjana M., Gerding E. Financial news predicts stock market volatility better than close price. *The Journal of Finance and Data Science*. 2018;4(2):120-137. DOI:10.1016/j.jfds.2018.02.002.
6. Luo Q., Bu J., Xu W., Huang D. Stock market volatility prediction: Evidence from a new bagging model. *International Review of Economics & Finance*. 2023;87:445-456. DOI:10.1016/j.iref.2023.05.008.
7. MSCI. Emerging markets indexes. MSCI. 2023. Available at: <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/emerging-markets> (Accessed: 17.01.2024).
8. OECD. Foreign Direct Investment Regulatory Restrictiveness Index. OECD. 2023. Available at: <https://goingdigital.oecd.org/indicator/74> (Accessed: 17.01.2024).
9. The World Bank. GDP (Current US\$). All countries and economies. The World Bank. 2023. Available at: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD> (Accessed: 17.01.2024).
10. Nasution A. The Meltdown of the Indonesian Economy. Causes, Responses and Lessons. *ASEAN Economic Bulletin*. 2000; 17(2):148-162. Available at: <http://www.jstor.org/stable/25773625> (Accessed: 17.01.2024).
11. Min B.S. South Korea's Financial Crisis in 1997: What Have We Learned? *ASEAN Economic Bulletin*. 1999;6(2):175-189. Available at: <http://www.jstor.org/stable/25773576> (Accessed: 17.01.2024).
12. Sharma S.D. Why China Survived the Asian Financial Crisis? *Brazilian Journal of Political Economy*. 2002;22(2):225-252. DOI:10.1590/0101-31572002-1235.

Об авторах:

**Алифанова Елена Николаевна**, доктор экономических наук, профессор, руководитель Департамента финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Россия, ORCID – <https://orcid.org/0000-0002-6908-7808>, WOSResearchID – P-1287-2015, ScopusID – 56049305400, AuthorID – 183234. E-mail: [enalifanova@fa.ru](mailto:enalifanova@fa.ru).

**Маняхин Тимофей Викторович**, кандидат экономических наук, доцент Департамента финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Россия, ORCID – <https://orcid.org/0009-0005-7315-286X>, AuthorID – 377705. E-mail: [tvmanyakhin@fa.ru](mailto:tvmanyakhin@fa.ru).

Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

## REFERENCES:

1. Reshetnikova T.V., Tulsy Y.M. Volatility of the securities market and its influence. *Bulletin of Nosov Magnitogorsk State Technical University*. 2011;(4):100-103.
2. Ramazanov S.A., Kokin A.S. Study of stock volatility of the most famous Russian companies. *Economics, Law, Education: Regional Aspect: Collection of Scientific Papers of the XII Interuniversity Scientific and Practical Conference*. Nizhny Novgorod. 2018:54-63. EDN VJMDVX.
3. Kluchnikov O.I. Problems of assessing uncertainty of the stock market and volatility indices. *Scientific Notes of the International Banking Institute*. 2020;(1):20-39. EDN PCMELI.
4. Baker S.R., Bloom N., Davis S.J., Sammon M. What Triggers National Stock Market Jumps? Harvard Business School Working Paper. 2022. Available at: <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=61076> (Accessed: 17.01.2024).
5. Atkins A., Niranjan M., Gerding E. Financial news predicts stock market volatility better than close price. *The Journal of Finance and Data Science*. 2018;4(2):120-137. DOI:10.1016/j.jfds.2018.02.002.
6. Luo Q., Bu J., Xu W., Huang D. Stock market volatility prediction: Evidence from a new bagging model. *International Review of Economics & Finance*. 2023;87:445-456. DOI:10.1016/j.iref.2023.05.008.
7. MSCI. Emerging markets indexes. MSCI. 2023. Available at: <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/emerging-markets> (Accessed: 17.01.2024).
8. OECD. Foreign Direct Investment Regulatory Restrictiveness Index. OECD. 2023. Available at: <https://goingdigital.oecd.org/indicator/74> (Accessed: 17.01.2024).
9. The World Bank. GDP (Current US\$). All countries and economies. The World Bank. 2023. Available at: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD> (Accessed: 17.01.2024).
10. Nasution A. The Meltdown of the Indonesian Economy. Causes, Responses and Lessons. *ASEAN Economic Bulletin*. 2000; 17(2):148-162. Available at: <http://www.jstor.org/stable/25773625> (Accessed: 17.01.2024).
11. Min B.S. South Korea's Financial Crisis in 1997: What Have We Learned? *ASEAN Economic Bulletin*. 1999;6(2):175-189. Available at: <http://www.jstor.org/stable/25773576> (Accessed: 17.01.2024).
12. Sharma S.D. Why China Survived the Asian Financial Crisis? *Brazilian Journal of Political Economy*. 2002;22(2):225-252. DOI:10.1590/0101-31572002-1235.

### About the authors:

**Elena N. Alifanova**, Dr. Sci. (Econ.), Prof., Head of the Department of Financial Markets and Financial Engineering at the Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia, WOSResearchID – P-1287-2015, ScopusID – 56049305400, AuthorID – 183234, ORCID – 0000-0002-6908-7808.

E-mail: [enalifanova@fa.ru](mailto:enalifanova@fa.ru).

**Timofei V. Maniakhin**, Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor at the Department of Financial Markets and Financial Engineering at the Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia, AuthorID – 377705, ORCID – 0009-0005-7315-286X.

E-mail: [tvmanyakhin@fa.ru](mailto:tvmanyakhin@fa.ru).

Conflicts of Interest: The authors have no conflicts of interest to declare.