20.Отчет № 141208 от 08.12.2014 «Государственная кадастровая оценка земельных участков сельскохозяйственных угодий Республики Тыва». – URL: http://rosreestr.gov.ru/wps/portal/p/cc_ib_portal_services/cc_ib_ais_fdgko?report_id=286549.

21.Власов А.Д. Отчет №171111 "Оценка рыночной стоимости земельного участка 54:20:030701:1712". – URL: http://www.cal.su/news_articles/docs/ilovepdf_merged.pdf,http://rosreestr.ru/wps/portal/p/cc_ib_portal_services/cc_ib_ais_fdgko?report_id=319310.

22.Экспертное заключение №23/120118/01 от 30.11.2017 г на отчет №171111 от 30.11.2017г. – URL: http://www.cal.su/news_articles/docs/23.120118.01.pdf.

23.Власов А.Д. Власов И.А. Методические рекомендации по определению рыночной стоимости земельных участков особо охраняемых территорий и объектов. – Краснообск: АгроСибирь, 2013. – 82 с. [Электронный ресурс]. - URL: http://www.cal.su/show_art.php?id=36.

24.Отчет № 130123 от 21.06.2013 года «Об определении кадастровой стоимости земельных участков особо охраняемых территорий и объектов Республики Чувашия» . – URL: http://rosreestr.gov.ru/wps/portal/p/cc_ib_portal_services/cc_ib_ais_fdgko?report_id=4521.

25.Пылаева А.В. Кадастровая оценка земель населенных пунктов в системе регулирования земельно-имущественных отношений/Автореферат докторской диссертации. – 2021г - URL: https://vak.minobrnauki.gov.ru/az/server/php/filer_new.php?table=att_case&fld=autoref&key[]=100058908&version=100.

26.Власов А.Д. Государственная кадастровая оценка объектов недвижимости и природных ресурсов в цифровой экономике России (определение экономических нормативов рационального использования объектов недвижимости и природных ресурсов). - Интерэкспо Гео-Сибирь. - 2021. - Т. 3. - № 2. - с. 27-35. – URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_47127893_24994637.pdf.

27. Власов А.Д. Кадастровый учет и оценка земельных участков сельскохозяйственных угодий России в цифровой экономике - Интерэкспо Гео-Сибирь. - 2021. - Т. 3. - № 2. - с. 36-43. – URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_47127894_35904061.pdf.

©А. Д. Власов, 2021

УДК 336 76

МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ВЛИЯНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ: ЭВОЛЮЦИЯ ПОДХОДОВ

Шарипов Б.М.
Институт экономики и демографии Национальной Академии наук Таджикистан, г.Душанбе.
Курбонова Ф.А.
ГОУ «Худжандский государственный университет имени академика Б.Гафурова», г.Худжанд

METHODS FOR ASSESSING THE IMPACT OF THE FINANCIAL MARKET ON ECONOMIC GROWTH: EVOLUTION OF APPROACHES

Sharipov B.M.
Institute of Economics and Demography of the National Academy of Sciences of Tajikistan, Dushanbe.
Kurbonova F.A.
GOU "Khujand State University named after academician B. Gafurov", Khujand

АННОТАЦИЯ

В статье рассматриваются эволюция подходов и методов оценки влияния финансового рынка на экономический рост. Приведен ретроспективный анализ научного процесса познания как становления финансового рынка в виде системы совокупности сегментов, так и формирования совокупности методов оценки его влияния на экономический рост в целом, а также на ускорение перехода на инновационный тип развития, формирование новых предприятий и отраслей и т.д. Выявлено, что функционирование и рост уровня зрелости финансового рынка не только оказывает на экономику положительные эффекты, но и может иметь и отрицательные последствия в виде формирования финансовый пузырей, системных рисков, ведущих к рецессии и даже к финансово-экономическим кризисам. В этой связи доказано, что важно иметь совокупность методов оценки влияния финансового рынка на экономику, позволяющих реализовать на практике не только стимулирующую функцию, но превентивные меры для поддержания динамичного устойчивого экономического роста на инновационной основе.

Ключевые слова: финансовый рынок, сегменты, методы, денежное предложение, финансовые пузыри, системный риск, кризис, стимулирование т.д.

Key words: financial market, segments, methods, money supply, financial bubbles, systemic risk, crisis, incentives, etc.

The article examines the evolution of approaches and methods for assessing the impact of the financial market on economic growth. A retrospective analysis of the scientific process of cognition of both the formation of the financial market as a system of a set of segments and the formation of a set of methods for assessing its impact on economic growth as a whole, as well as on accelerating the transition to an innovative type of development, the formation of new enterprises and industries, etc. It is revealed that the functioning and growth of the maturity of the financial market not only has positive effects on the economy, but also negative consequences are possible in the form of the formation of financial bubbles, systemic risks leading to a recession and even to financial and economic crises. In this regard, it has been proved that it is important to have a set of methods for assessing the impact of the financial market on the economy, allowing to identify and implement both preventive measures and measures that support and stimulate sustainable economic growth.

В процессе формирования и развития финансового рынка важна определить роль и дать оценку его влияния на экономический рост. Следовательно, необходимо исследовать подходы, инструменты и показатели, позволяющие определить проблемы и не использованные резервы, новые возможности и перспективы, пути и совокупность практических мероприятий по совершенствованию процесса формирования финансового рынка с целью достижения им уровня и параметров развитых финансовых рынков.

Существуют различные подходы к оценке влияния финансового рынка на экономику. В этой связи важно провести обзор доступных научных и аналитических источников, предметом исследования которых является оценка влияния финансового рынка на экономический рост и выявление каналов его воздействия.

Следует отметить, что исходными теоретическими предпосылками являются теоретические положения классической теории о дихотомии в экономике, ее подразделения на два основных сектора, включая реальный сектор и денежный сектора. Согласно этой классической теории, денежный сектор не оказывает никого воздействия на стимулирование экономического роста и его реальные переменные, то есть имеет место нейтральность воздействия денег. Другими словами, они утверждали, что увеличение денежного предложения в экономике за счет эмиссии дополнительных денег не влияет на увеличение физического объёма производимых товаров и услуг, создание новых рабочих мест, вовлечение в хозяйственный оборот новых факторов производства. То есть, ограничивают рост денежного предложения экономике только повышением общего уровня цен и инфляции. Поэтому, увеличение денежного предложения имеет только отрицательное влияние на экономику, в том числе за счет сдерживания темпов его реального роста (рецессия или замедление темпов развития экономики), сокращения физического объема производства, рабочих мест, падения реальных доходов населения и иных субъектов экономики, сокращения сбережений и инвестиций, как источников будущего развития и расширенного воспроизводства. Этот методологический подход классиков стал исходной позицией для появления в последующем в различных проявлениях теории монетаризма, которая основана на постулате саморегулирования рынка, и, соответственно, на ограниченном использовании монетарных инструментов, включая рост денежного предложения для стимулирования экономического развития. То есть, целью монетарной доктрины должна быть поддержание низкого уровня инфляции в экономике, которое обеспечивается посредством регулирования денежного предложения, основу которого составляет соблюдение «денежного правила» Фридмана. Согласно последнему, монетаристы предлагали законодательно определить взаимосвязь между увеличением денежного предложения и ростом реального ВВП, который должен расти на тот же процент, что и рост реального ВНП в долгосрочной перспективе. Данное «денежное» или иначе «монетарное» правило придерживаются и в современных условиях неоклассики-монетаристы для достижения в экономике полной занятости с минимальным вмешательством государством.

В теоретическом плане противоположной монетаризму является подход Дж. Кейнса и его современных последователей (нео-кейнсианцев). Опираясь на уроки Великой депрессии (1929-1933гг.) они обосновали важность действенной роли государства в регулировании экономики и поддержании макроэкономической стабильности. В этих целях, для стимулирования экономического развития предлагалось использовать совокупность монетарных и бюджетных инструментов, в том числе и инструменты финансового рынка.

То есть, вопросы оценки влияния финансового рынка на экономической рост были предметом научного исследования как прежде, так и в настоящее время и остаются актуальными в современных условиях. Поэтому объективно необходимо продолжать научный поиск с учетом появления новых обстоятельств, условий и вызовов.

Помимо вышеперечисленных ученых и классиков, влияние финансового рынка на экономический рост изучались и в более узком аспекте, включая появление концепций оптимальной аллокации ресурсов в экономике (У. Бейджхот), формирование финансового капитала и роли крупных монополий (К. Маркс, Р. Гильфердинг, В.И. Ленин). Й. Шумпетер впервые и новаторски исследовал роль банков в

экономическом развитии, включая их воздействие на перераспределение сбережений.

Вместе с тем, необходимо отметить, что анализ влияния финансового рынка на экономический рост вплоть до 60-х гг. XX века оставался на периферии экономической науки. Так, нобелевский лауреат М. Миллер отмечал: «мысль о том, что финансовые рынки вносят свой вклад в экономический рост слишком очевидна, чтобы она стоила серьёзного обсуждения» [17]. Однако, последующее бурное развитие финансовых рынков во второй половине и последние десятилетиях XX века способствовал росту исследований роли финансового рынка в экономике, механизмам и каналам его воздействия на экономический рост.

Этим аспектам были посвящены работы Р. Камерона, Х. Патрика, Р. Голдсмита и Дж. Хикса. В частности, Дж. Хикс отмечал, что промышленная революция в Великобритании в конце XVIII, выступила результатом не столько технологических инноваций, сколько развития финансового рынка, которое позволило технологические инновации внедрить в массовое производство [1].

Позже появились исследования, которые выявили конкретные каналы влияния финансового рынка и уровня его развития на экономический рост. То есть, финансовый рынок стал рассматривается как новый и дополнительный фактор экономического развития.

Ради справедливости необходимо отметить, что имеются и противоположные точки зрения. Например, другой нобелевский лауреат Робертс Лукас отмечал, что роль и влияние финансового рынка на экономическое развитие явно преувеличена, он производен от реальной экономики, который создаёт спрос на финансовые услуги. Р. Лукас считал, что финансовый рынок не влияет на экономический рост, а лишь реагирует на потребности реального сектора [17].

Важным является исследование влияния финансового рынка на экономическое развитие Р. Голдсмита (1969 г.). Так, на основе изучения банковских систем 35 стран за период 1860-1963 гг. он пришел к выводу, что, во-первых, в долгосрочной перспективе наблюдается параллелизм в экономическом и финансовом развитии, во-вторых, относительно высокие темпы роста экономики сопровождаются одновременно более высокими темпами финансового развития. Но в этой работе, за рамками исследования остались рынок ценных бумаг и другие сегменты финансового рынка [14].

В 1967 г. группа американских ученых, выявила влияние развития банков на ранней стадии индустриализации в Англии, Шотландии, Франции, Бельгии, Германии, России и Японии [11].

Вышеперечисленными учеными было выявлено, что, хотя финансовый рынок развивается в связи с ростом потребностей в финансировании реального сектора, в частности, промышленных предприятий, в определенные исторические периоды эффективно функционирующий финансовый рынок заметно постегивает экономический рост.

В последующем появились многочисленные исследования, которые выявили каналы воздействия финансового рынка на экономический рост, включая учет различия типов моделей финансового рынка, связи между экономической динамикой и уровнем развития финансовых институтов. Было установлено, что в те регионы, в которых сформировался более сложный и эффективный финансовый рынок, в последствии стали лидерами экономического развития. Так, например, Д. Джаяратне и Ф. Страхан, анализируя данные о развитии банков в США за 1972-1991 гг. пришли к выводу, что темпы роста ВВП некоторых штатов выросли от 0,51 до 1,19 п.п. вследствие получения толчка в финансовом развитии связи с его дерегулированием [16].

В дальнейшем, в процессе изучения поставленной проблематики, получило широкое распространение применение современных эконометрических методов, основанных на большом массиве статистических данных по ряду стран мира. Р. Раджан и Л.Зингалез на основе применения регрессионного анализа доказали не только наличие взаимосвязи между финансовым рынком и экономическим ростом, но также выявили направления этого влияния, в первую очередь, за счет стимулирования развития тех фирм и отраслей, которые сильно зависимы от внешнего финансирования [21]. Исследовав большое количество отраслей в разных странах, они выявили, что отрасли, которые более зависимы от доступа к внешним источникам финансирования, развиваются относительно быстрее в тех странах, которые имеют более развитый финансовый рынок (сектор). В итоге исследования они пришли к выводу, что появлению и продвижению новых фирм, росту наукоемких и инновационных отраслей, которые нуждаются в долгосрочном финансировании, способствует развитие сегмента ценных бумаг, в особенности эмиссия и обращение корпоративных акций.

В начале 1990-х годов Р. Кинг и Р. Левин провели обширный анализ финансового развития 77 стран за период 1960-1989 гг., с использованием совокупности индикаторов, отражающих уровень развития финансового рынка. Расчеты с использованием 12 уравнений регрессии позволили вскрыть тесную зависимость между показателями финансового развития и экономического роста. Однако исследование было ограничено анализом развития банков, не охватывая остальные сегменты финансового рынка.

Позже Р. Левин и С. Зервос провели исследование по 42 странам за период 1976-1993 гг., в которых выявлялась роль рынка акций в экономическом развитии [18].

Т.Бек, Р.Левин и Н. Лоайза исследовав влияние развития потенциала финансовых посредников на экономический рост, на основе анализа данных по 63 странам за период 1960-1995 гг. выявили тесную

связь уровня развития финансовых посредников и нормы сбережений, инвестиций и производительности труда. Ими была выявлена статистически значимая связь между развитием финансовых посредников и ростом реального ВВП на душу населения и производительностью труда [9].

Коллектив ученых, включая Т.Бек, А. Демиргуч-Кунт и Р. Левин на основе анализа данных о финансовых системах 150 стран за период 1960-1995 гг. показали, что банки, небанковские финансовые посредники (страховые компании, пенсионные фонды, финансовые компании, инвестиционные фонды и пр.), а также рынки акций развиты и эффективны в богатых развитых странах, что по мере роста богатства той или иной страны растёт и ее финансовый рынок. Было выявлено, что по мере повышения уровня развития страны, рынки акций становятся более активными и эффективными по сравнению с рынками банковских кредитов.

Т.Бек, А. Демиргуч-Кунт, Р. Левин, В. Максимович оценили влияние структуры финансового рынка (системы) на экономический рост. Эконометрический анализ позволил сделать важные выводы, в том числе: для экономического роста важен не столько тип модели, а общий уровень развития финансового рынка [8].

Исследования, проведенные Росс Левин и Эшли Демиргуч-Кунт, подтвердили ведущую роль финансового рынка в экономическом развитии. Они пришли к выводу что, финансовое развитие оказывает положительное воздействие на экономическое развитие, и данная связь имеет причинно-следственный характер, где причиной является финансовое развитие. Так, они отмечали, что «Существует положительная причинно-следственная связь между развитием финансового сектора и экономическим развитием: экономики с более развитыми финансовыми системами растут быстрее на долгосрочном горизонте» [8].

Гипотеза о том, что уровень развития финансового рынка тесно связан с экономическим ростом стал основой для новых исследований, включая и подход к началу группировки различных стран по степени развития финансового рынка. Было выявлено, что финансовые рынки, являясь производными от уровня развития экономик, сильно зависимы от уровня доходов на душу населения к ВВП, которое является основой деления стран мира по уровню их развития. Данный подход в настоящее время составляет основу для классификации как стран, так и их финансовых рынков со стороны МВФ, Всемирного банка, международных финансовых организаций, исследовательских центров и глобальных рейтинговых агентств по категориям и группам по уровню развития, для диагностики состояния, выявления проблем и определения мер по их устранению, дальнейшему реформированию финансовых рынков. В частности, эти подходы являются основной для классификации стран мира по уровню развития их финансовых рынков на развитые и развивающиеся.

Исследования показали, что финансовый рынок может стать и источником роста нестабильности не только финансовой, экономической, но и социально-политической, как в отдельной стране, так и в группе взаимосвязанных стран. Поэтому важно, чтобы государство и регулирующие органы были способны оперативно обеспечить благоприятные условия для стабильного его функционирования, а соответственно стимулируя устойчивое развития национальной экономики. Череда финансовых кризисов, как системных, с охватом всех сегментов финансового рынка (2007-2009), а также локальных (банковский, финансовый, валютный, платежный, ценных бумаг в связи их обвалом их стоимости и т.д.) еще раз доказали важность и необходимость обеспечения условий для эффективного и устойчивого развития финансовых рынков. Об отрицательном влиянии параметров функционирования финансового рынка на экономическое развитие свидетельствуют итоги мирового финансового кризиса 2007-2009 гг., азиатского финансового кризиса и другие. Поэтому мы согласны с позицией Ю. А. Данилова, А. Е. Абрамова, О. В. Буклемишева, отмечающих необходимость реформ финансовых рынков [7, с.21]. Именно на этом выводе основана необходимость и заинтересованность государства в развитии финансового рынка и необходимости его государственного регулирования.

Теоретически и на практике было также доказано, что развитые и эффективные финансовые рынки благоприятно влияют и на ряд социальных характеристик общества, в т.ч., способствуют снижению неравенства, сокращению бедности, более равномерному распределению богатства среди населения богатых и бедных слоев.

На пространстве СНГ Столбов М.И является одним из исследователей влияние финансового рынка не только на экономический рост, но и деловые циклы. Проведенное им исследование позволило сделать вывод, что для развивающихся стран не стоит «преувеличивать значение финансового рынка как фактора экономического роста. Применительно к развивающимся странам, по-видимому, наиболее близко к истине утверждение о финансовом рынке как о вспомогательном механизме расширенного воспроизводства, способствующем решению типичных проблем (бедности, неравенства, повышения скорости конвергенции с развитыми странами), однако не настолько мощным, чтобы стать по-настоящему ключевым и самодостаточным фактором экономического развития» [6]. Данное утверждение является важным и его необходимо учитывать при разработке экономических реформ в странах с переходной экономикой, учитывая формирующиеся на них финансовые рынки.

Трансформацию финансового рынка в новый фактор экономического роста, на наш взгляд,

нужно обеспечивать постепенно и поэтапно, «без забегания вперед», однако возможно форсирование данного процесса, с учетом усиления регулирующей роли государства. По мере повышения уровня зрелости формируемого финансового рынка, возможно возложение на него решение дополнительно более сложной задачи - стимулирования экономического роста.

Исследования других российских ученых (Рубцова Б.Б, Миркина Я.М. и др.) показывают, что вывод о положительной роли финансового развития и ее либерализации не является универсальным. Он не подтверждается для отдельных периодов, для отдельных стран и регионов, в том числе стран с переходными экономиками. Исследование показало, что либерализация не проводила к ускорению экономического роста, а, наоборот, заканчивалась финансовым кризисом, спадом и/или возобновлением инфляции в латиноамериканских странах, проводивших ускоренную либерализацию своих финансовых систем (рынков) в 1970-1980 гг. Похожий механизм распространения нестабильности через финансовый рынок был характерен для стран Юго-Восточной Азии в 1997-1998. Он часто наблюдается у быстро развивающихся малых и средних экономик, в том числе странах с переходной экономикой. Первые признаки полномасштабных экономических кризисов из-за кредитного “перегрева” наблюдаются в ряде стран Центральной и Восточной Европы (Румыния, Болгария, страны Балтии) и СНГ (Казахстан, Украина) [3].

Следовательно, влияние финансового рынка на экономический рост необходимо рассматривать и с возможностью его отрицательного влияния на появление нестабильности на макроуровне. Поэтому, при разработке экономической политики для стран с переходной экономикой справедливо утверждение, что «ставка на ускоренную модернизацию финансового рынка в бедных странах может не только не дать желаемого эффекта, но и ещё больше обострить социально-экономические проблемы, стоящие перед ними. Однако по мере увеличения благосостояния страны, будет возрастать вероятность того, что повышение эффективности функционирования финансового рынка приведёт к ускорению темпов экономического роста» [6].

Результаты современных исследований показали, что рост глубины финансового рынка (сектора) не всегда способен приводить к ускорению темпов роста экономики. С одной стороны, развитие финансовых рынков способствует экономическому росту, создавая широкие возможности для инвестиций в экономику, снижая проблему асимметрии информации и позволяя экономическим агентам диверсифицировать источники финансирования. С другой стороны – при достижении некоторого порога уровень развития финансового рынка оказывается чрезмерным с точки зрения стремительного накопления в системе различных рисков. Последние, в свою очередь, приводят к снижению стабильности, снижению темпов экономического роста, к увеличению его волатильности. Об отрицательном влиянии чрезмерного, то есть существенного опережающего развития финансового рынка по сравнению с реальным сектором экономики, увеличения финансовой глубины и возможности роста угроз, как образование финансовых пузырей, роста системных рисков, повышение хрупкости финансовой системы и ее уязвимости к шокам отмечены в работах Бернанке Б.С., Каминского Г и Рейнхарта С., Шуларик М. и Тейлора А., Раджана Р. Г. и др. [10]. Обусловленные ими финансовая и ценовая нестабильность могут оказывать существенное негативное воздействие на экономическую активность. Было получено множество эмпирических подтверждений нелинейного влияния финансового развития на экономический рост. Так, например, было выявлен пороговый уровень отношения кредита частному сектору к ВВП, находящийся в диапазоне 80–100% ВВП, после преодоления которого повышаются риски появления негативных макроэкономических эффектов к таким эффектам, например, относятся сокращение долгосрочных темпов роста ВВП и повышение волатильности этих темпов. Таким образом, можно прийти к выводу, что взаимосвязь финансового и экономического развития не является однозначной и линейной. Существуют точки насыщения в развитии финансовых рынков с позиции возможностей стимулирования сбалансированного экономического роста. Перегретые финансовые рынки выступают катализатором торможения роста экономики в результате накопления существенного объема рисков, возникновения высокой вероятности финансовых кризисов и увеличения волатильности экономики [12].

Следует особо отметить оценку влияния, которое оказывает финансовый рынок не только на экономический рост, но и на устойчивость, ценовую и финансовую стабильность экономики, проведенное группой российских ученых [4]. Впервые они предприняли попытку выявления оптимального уровня развития финансового рынка стран, в том числе для стран, находящихся в условиях переходной экономики на примере России. Последними были впервые рассмотрены вопросы формирования оптимальной структуры финансового рынка и его сегментов. В основе анализа лежат статистические данные по 63 странам за период с 1980г. по 2014г. Основная идея анализа состояла в попытке получить целевые ориентиры развития финансового рынка в целом и его основных сегментов, обеспечивающих, при прочих равных условиях, максимально возможную динамику ВВП при соблюдении стабильности и устойчивости. Для этих целей была использована методика нелинейной зависимости динамики ВВП, его волатильности, уровня инфляции, частоты возникновения финансового кризиса от развития основных сегментов финансового рынка. То есть, в данной работе использовалась методика нелинейного воздействия финансового развития на

макроэкономическую динамику, включая ее применение к основным сегментам финансового рынка.

В рамках исследования, проведенных учеными зарубежья и отечественными экономистами, имеет место использование различных подходов и методик по оценке влияния финансового рынка на экономический рост. Так, нашли применение макроэкономической модели IS-LM для анализа равновесных состояний финансового рынка в достижении общей сбалансированности экономической системы [2,5,15]. Так, модель CAPM (Capital Asset Pricing Model) используется для выявления доходности финансовых активов на финансовых рынках. Кроме того, применяются такие модели как арбитражное ценообразование (Arbitrage Pricing); модель ценообразования опционов (Option Pricing), экономико-физические модели (многоагентная модель (multi-agent model), модель оценки эффективности финансовых рынков (efficient market hypothesis) и взаимодействующих агентов (interacting agents hypothesis) и т.д. Однако они применимы в ограниченном формате в рамках отдельной страны, региона или фирмы.

Представляет интерес и исследование российской ученой в данной области как Аристовой Е.В., которая предложила авторскую методику для оценки эффективности выполнения финансовым рынком и его основными сегментами своих базовых функций. При этом, мы считаем, что данный подход ограничено может быть применен для оценки влияния финансового рынка на экономический рост, так как в большей мере направлен на выявление внутренних взаимосвязей между сегментами финансового рынка и оценки их вклада в эффективное выполнение им своих функций как системы в целом.

Обобщая, важно отметить, что экономическая политика стран с переходной экономикой в контексте формирования финансового рынка должна быть направлена не только на достижение высоких темпов роста экономики, но и обеспечение и поддержание его долгосрочной устойчивости. Развитый финансовый рынок может способствовать снижению волатильности динамики ВВП, но лишь до определенного предела. Независимо от того, что развитые финансовые рынки способствуют созданию условий для стабилизации экономического роста за счет сглаживания процессов производства и потребления благ, параллельно они могут привести к наращиванию предприятиями и населением избыточной задолженности. Последнее может привести к массовой потере корпоративными и частными заемщиками финансовой устойчивости, что сказывается негативно на снижении динамики ВВП.

Обобщая доступную экономическую литературу, можно прийти к выводу, что переход зрелости формирующегося финансового рынка к развитому уровню оказывает на экономическое развитие совокупность эффектов, которые можно оценить, как эффект синергии (таблица 1).

Таблица 1

Совокупность эффектов синергии от перехода, формирующегося финансового рынка к уровню его развитого состояния

Индикаторы и классификационные признаки	**Уровень развития финансового рынка**	
	1. формирующийся, характерный для развивающихся стран и экономик с переходной экономикой	2. развитой, присущий развитым странам
Структура участников	Ограниченная	Широкое многообразие
Потенциал развития финансовых посредников	Низкий	Высокий
Архитектура финансового рынка - полнота наличия ее элементов и степень их развития	Усеченная, отсутствие или слабое развитие некоторых сегментов	Наличие всех основных элементов и развитое их состояние
Капитализация обращения ценных бумаг (акций и облигаций)	Менее 50% ВВП	Более 50 и выше (до 200 и выше) % к ВВП
Уровень монетизации экономики	Низкий До 50% ВВП	Высокий свыше 100% ВВП
Ликвидность рынка	Низкая	Высокая
Волатильность (колебания) рынка и его финансовых инструментов	Высокий уровень	Низкий уровень
Уровень долларизации экономики и финансовой системы	Высокая – более 50 % к общему объемы финансовых активов (кредитов, депозитов, долга)	Низкая, менее 10-15% Свободная конвертируемость иностранных валют между собою с минимальными издержками
Система регулирования финансового рынка и его сегментов	Рыночная с доминированием администрирования	Рыночная, либеральная, с преобладанием косвенных

		инструментов регулирования
Стабильность финансового рынка	Низкая	Высокая
Используемая валюта в денежном обращении страны	Национальная	Свободная конвертируемость иностранных валют
Уровень издержек использования финансовых инструментов и ресурсов	Высокий	Низкая
Уязвимость от внешних факторов	Высокая	Низкая
Диверсификация сети трансграничных партнеров	Узкая	Высокая
Гибкость и адаптивные способности	Низкая	Высокая
Использование внутренних свободных финансовых ресурсов	Низкая, недостаточная	Высокая мобилизация
Банковский мультипликатор	Низкий	Высокий
Набор финансовых инструментов	Узкий	Широкой
Уровень рисков использования финансовых инструментов	Высокий	Низкий
Возможности страхования и хеджирования рисков	Низкая	Высокая
Уровень интеграции отечественного (национального) финансового рынка и его основных сегментов с региональными и мировым финансовым рынком	Низкая	Высокая
Емкость национального финансового рынка	низкая	Глубокая
Доля вложений финансовых средств на развитие отраслей реальной экономики	Низкая	Высокая
Использование инноваций и новейших достижений в финансовой индустрии	Ограниченная	Широкое
Использование дистанционных возможностей доступна к финансовым ресурсам (интернет, мобильные телефоны, пластиковые карты)	Низкая	Высокая

Источник: составлено авторами на основе обобщения цитируемой экономической литературы

В заключении, можно прийти к выводы, что Республике Таджикистан необходимо продолжить реформы в финансовом секторе, направленные на формирование и развитие отечественного финансового рынка как системы, достижения последним высокого уровня своей зрелости и в результате получить совокупность дополнительных положительных эффектов (эффектов синергии) для поддержания устойчивого и динамичного развития национальной экономики и роста уровня благосостояния таджикского народа, занятия им достойного места среди развитых стран мира.

Библиографический список

1.Дж. Хикс, Теории экономической истории. Пер. с англ. 2-е стереотип, изд. / Общ. ред. и вступ. ст. Р.М. Нуреева - М.: НП «Журнал Вопросы экономики», 2006. — 224 с.

2.Иброхимов И.Р., Макроэкономическое регулирование открытой экономики Таджикистана. Душанбе, 2009. - 159 с.

3.Рубцов Б.Б., Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики. // Финансовые институты и экономическое развитие. -М. ИМЭМО РАН, 2006.

4.Мамонов М., Ахметов Р., Панкова В. Поиск оптимальной глубины и структуры финансового сектора, с точки зрения экономического роста, макроэкономической и финансовой стабильности, Деньги и кредит, 2018, т.77 № 3 с. 89–123.

5.Саидмуродов Л.Х. Экономическая теория открытого хозяйства и проблемы современного Таджикистана- Душанбе: Изд-во "Ирфон", 2005. - 260с.

6.Столбов М.И., Влияние финансового рынка на экономический рост и деловые циклы / М.И. Столбов // Экономика XXI века. - 2008. - № 8. - С. 55-69.

7.Ю. А. Данилов, А. Е. Абрамов, О. В. Буклемишев., Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. МОСКВА, 2017, с.124., с. 21.

8.Beck T., Demirguc-Kunt A., Levine R. A New Database on Financial Development and Structure//World Bank Economic Review, Nr.14, 2000

9.Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and Sources of Growth//Financial Economics. Nr. 58, 2000, pp. 261-300.

10.Bernanke B.S. Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression // American Economic Review. – 1983. – Vol. 73(3). – pp. 257–76;

11.Cameron R., Crisp O., Patrick H.T., Tilly R. Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History, New York: Oxford University Press, 1967.

12.Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. The Evolving Importance of Banks and Securities Markets // World Bank Economic Review. – 2013. – Vol. 27(3). – pp. 476–490.

13.Gelb A. Financial policies, growth and efficiency, Working paper no 421, 1989 The World Bank, Washington, DS.

14.Goldsmith R. Financial Structure and Development, Yale University, New Haven ,1969.

15.Hicks J. R. Mr. Keynes and the "classics"; a suggested interpretation //Econometrica: journal of the Econometric Society. – 1937. – С. 147-159

16.Jayaratne J., Strahan P.E. The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation// Quarterly Journal of Economist, № 111,1996, pp. 639-370.

17.Levin R. Finance and growth: theory and evidence // Working Paper 10766. September 2004. National bureau of economic research. URL: www.nber.org

18.Levine R. and Zervos S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth// American Economic Review, № 88, 1998

19.Levine, Ross. Finance and Growth: Theory and Evidence. Handbook of Economic Growth. / Philippe Aghion& Steven Durlauf (ed.)

20.McKinnon. R.I. Money and Capital in Economic Development, Washington, DC: Brooking Institution, 1973.

21.Rajan R. G., Zingales L. Financial Dependence and Growth// American Economic Review, June 1998, pp. 559-586

УДК 336 76

ОСОБЕННОСТИ И ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Курбонова Ф.А.
ГОУ «Худжандский государственный университет имени академика Б.Гафурова», г.Худжанд

FEATURES AND FACTORS AFFECTING THE FUNCTIONING OF THE SECURITIES MARKET

Kurbonova F.A.
GOU "Khujand State University named after academician B. Gafurov", Khujand

АННОТАЦИЯ

В данной статье дано оценка рынка ценных бумаг в Таджикистане, который охарактеризовано как находящиеся на стадии становления. В качестве аргументов приведено, что: - недостаточно широкое участие в нём населения; - не информированность относительно функционирование рынка ценных бумаг; - низкая квалификация работников рынка ценных бумаг; - неспособность крупных предприятий выпускать ценных бумаг; - низкая финансовая грамотность среди субъектов экономики. Также предложены пути совершенствования полноценного и эффективного функционирования рынка ценных бумаг Таджикистана в современных условиях.

ABSTARCT

This article provides an assessment of the securities market in Tajikistan, which is characterized as being in its infancy. As arguments, it is given that: - insufficient participation of the population in it; - lack of information about the functioning of the securities market; - low qualifications of employees of the securities market; - the inability of large enterprises to issue securities; - low financial literacy among economic entities. Also suggested are ways to improve the full and effective functioning of the securities market in Tajikistan in modern conditions.

Ключевые слова: Рынок ценных бумаг, финансовый рынок, ценные бумаги, первичный рынок ценных бумаг, вторичный рынок ценных бумаг, фондовый рынок, фондовая биржа, инвестиции.

Key words: Securities market, financial market, securities, primary securities market, secondary securities market, stock market, stock exchange, investments.

В механизме финансового рынка важную роль играет также и рынок ценных бумаг, поскольку, являясь как бы «вторичным» сектором экономики, т.е. зависящим от реального производства, в свою очередь этот рынок оказывает мощное обратное влияние на всю экономическую систему страны.