

- 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.Jayarathne 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.

Благодаря проводимому Правительством Республики Таджикистан курсу рыночных реформ, направленных на разгосударствление, приватизацию, поддержку частного бизнеса, привлечение иностранного капитала, а главное на сохранение политической стабильности в республике, создаются условия для функционирования цивилизованного обращения ценных бумаг.

Из всей совокупности наиболее приоритетных механизмов совершенствования финансового рынка в современных реалиях является создание и совершенствование рынка ценных бумаг, который способствует своим участникам в принятии верных инвестиционных решений и оказании позитивного влияния на государственную политику в экономической сфере, а также в минимизации отрицательных воздействий во время кризиса.

Функцию важного, значимого источника денег осуществляет фондовый рынок, или рынок ценных бумаг. Он же регулирует обеспеченность различных сфер денежными ресурсами. Только развитая система финансирования может обеспечить финансирование производственного процесса, что характерно для передовых стран. Это свидетельствует о тесной взаимосвязи фондового рынка и экономической ситуации в стране. Большинство ученых считают, что высокому уровню развития системы с активными позициями акционерного капитала характерна стабильность, в отличие от системы с главенствующей позицией банковского сектора.[1]

Сегодня очень быстро меняется ситуация на мировых фондовых рынках. Глобализация воздействует на укрепление отношений между инвесторами и эмитентами многих стран: фондовые рынки открыты для иностранных вкладчиков, что увеличивает перепродажу и отток денежных ресурсов, отрицательно воздействует в мире на инвестиционный потенциал в экономической сфере.[5]

Исходя из вышеизложенного, следует сказать, что основной задачей государственной политики в плане регламентации финансового рынка должен выступать рынок ценных бумаг, задачей которого является изменение подхода к формированию коррекции свободных финансовых средств.

Рынок ценных бумаг, состоящий из первичных и вторичных рынков, специализируется на купле-продаже бумаг на основе установленного порядка, правил, чем занимается определенная группа участников.[8]

Первичный рынок специализируется на операциях с новыми, только выпущенными ценными бумагами, среди которых основным является информирование инвесторов об этих бумагах, что позволяет купить и правильно вложить эти средства.

Следовательно, эффективность данного рынка зависит от своевременного информирования участников: подготовка проспекта выпуска денег,

его регистрация, контроль со стороны государства и частных компаний.[4]

Вторичный рынок – это рынок без посредников, т.е. деньги, вырученные от реализации ценных бумаг, идут непосредственно инвестору-обладателю и реализовавшим их.[4]

Фондовая биржа представляет собой организованную площадку, совокупность субъектов экономики и комплекс рыночных механизмов, инструментов по переливу и перераспределению финансового капитала в наиболее эффективные отрасли национальной экономики.

Создание в Таджикистане развитой инфраструктуры, позволит значительно расширить ассортимент и качество услуг, оказываемых участникам фондового рынка, обеспечивая принципиально иной уровень их финансовой устойчивости за счет высокой профессиональной компетенции руководителей и персонала инвестиционных институтов.[6]

Важнейшими составляющими отечественного рынка ценных бумаг Таджикистана являются две функционирующие фондовые биржи - ОАО «Центрально-Азиатская Фондовая Биржа» (CASE – Central Asian Stock Exchange), в число акционеров которой входит компания GMEX Technologies Limited, являющаяся дочерней компанией Deutsche Borse Group, и вторая фондовая биржа - "Азиатская фондовая биржа", создана в 2018 г., в число акционеров которой входит китайский капитал. Они призваны обеспечить эффективное функционирование вторичного рынка ценных бумаг в Таджикистане, который все еще находится в зачаточном состоянии. Последнее связано с тем, что опора на вторичную куплю-продажу ранее выпущенных государственных и корпоративных ценных бумаг посредством валютной биржи, функционирующей при Национальном банке Таджикистана, не оправдала себя. Нам представляется некорректной позиция некоторых ученых, включая Бердикова Т.Б., отмечающего, что «Первичные ценные бумаги – это акции, облигации, векселя, а депозитные расписки и сертификаты на акции и т.п. представляют продукт вторичного рынка ценных бумаг.[3] Как показывает мировая практика, все виды акций, облигаций, векселей, депозитных расписок и сертификатов на акции обращаются на вторичном рынке ценных бумаг.

Анализ ситуации на рынке ценных бумаг, сложившейся в последние годы в Таджикистане, показывает, что эмиссия ценных бумаг Национального банка Таджикистана за период с 2012 по 2018 годы носит неравномерный характер (рис. 1.). Так, в 2012 году объем государственных ценных бумаг НБТ в обращении на первичном рынке составил 159,9 млн. сомони, к концу 2014 года он снизился до объемов равных 9,9 млн. сомони, в 2015 году – 39,9 млн. сомони, в 2017 году – около 100 млн. сомони, в 2018 году – 250 млн. сомони.

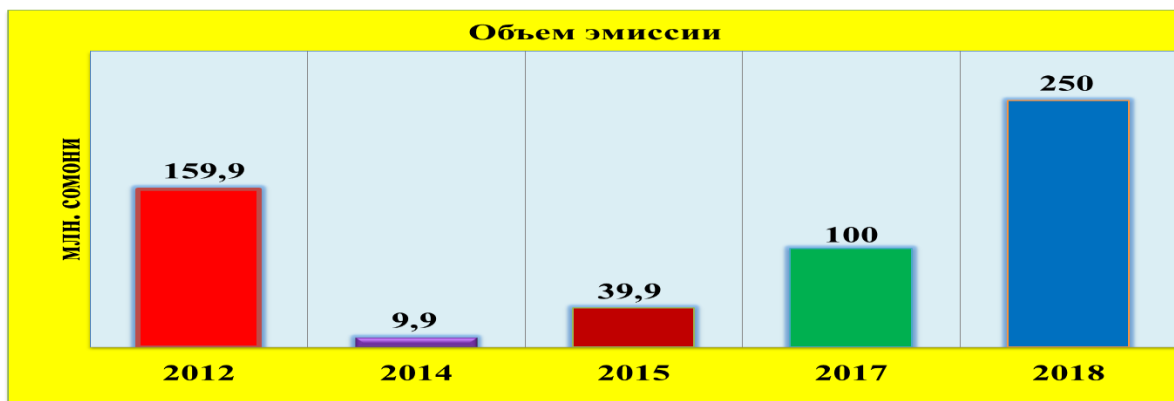


Рисунок 1. Объем эмиссии ценных бумаг в Республике Таджикистан за период 2012-2018 гг. в млн. сомони

Источник: Рассчитано автором на основе базы Банковского статистического бюллетеня, 2012г., С.91; 2014г., С.94; 2015г., С.84; 2017г., С.83; 2018г., С.73

Как свидетельствует практика функционирования глобальных и региональных фондовых рынков, вторичное обращение ценных бумаг позволяет выравнивать и формировать единые цены на фондовых рынках с учетом их взаимосвязанности и свободного перелива финансового капитала между странами и регионами мира. Дополнительно выявлена тенденция к тому, если цены на товары и услуги имеют определенную устойчивость на протяжении относительно длительного долгого периода времени, то цена ценных бумаг имеет склонность к сильным колебаниям. На нее влияют множество факторов, включая фундаментальные (от спроса и предложения, социально-экономической ситуации в стране и за рубежом, включая рост ВВП, инфляцию, рост уровня жизни населения, состояние платежного баланса и т.д.) и конъюнктурные (от политических событий, катастроф и т.д.) факторы. В последние годы некоторыми исследователями доказано, что цены на ценные бумаги зависят и от слухов. Это позволяет отдельным ученым заключить, что ценообразование свидетельствует как об экономических, так и неэкономических изменениях на фондовом рынке.[9] Учитывая изложенные выше факторы влияния, можно утвердить, что ценообразование на фондовом рынке, на наш взгляд, зависит как от экономических изменений, так и от внешних условий.

Анализ показывает, что на первичном фондовом рынке страны представлены ограниченные виды ценных бумаг, включая эмиссию корпоративных акций акционерных обществ, государственных краткосрочных облигаций (ГКО со сроком обращения 3, 6, 9 и 12 месяцев) и векселей. Однако, из-за неразвитости вторичного рынка ценных бумаг, вышеперечисленные ценные бумаги не являются объектом купли-продажи. Они не имеют высокую ликвидность и не могут быть быстро реализованы третьим лицам. Это ограничивает приток дополнительного капитала в соответствующие отрасли экономики, сдерживая их возможности к устойчивому и динамичному развитию, включая и

сдерживающее воздействие на устойчивое развитие национальной экономики в целом. Сложившееся положение связано с процессом стихийного формирования развития рынка ценных бумаг в Таджикистане.

Начиная с 2019 года, с идентификацией четвертой национальной стратегической цели развития национальной экономики по ускоренной индустриализации, в стране создаются благоприятные условия для развития данного сегмента отечественного финансового рынка, как средства привлечения частного иностранного и отечественного капитала в отрасли реальной экономики, приоритетно в промышленность.

Основными субъектами на рынке ценных бумаг в экономике Таджикистана являются государственные институты и эмитенты корпоративных ценных бумаг в виде акционерных обществ, входящих в группу негосударственных видов субъектов рынка. Первые выступают на этом рынке посредством выпуска акций, облигаций и векселей и других ценных бумаг Национального банка Таджикистана и Министерства финансов Республики Таджикистан.

Акционерные общества, функционирующие в республике, занимаются первичным выпуском корпоративных акций на рынке ценных бумаг, а остальные виды ценных бумаг не получили развития. Анализ показывает, что за три года функционирования “Центрально-Азиатской фондовой биржи” была проведена одна эмиссия корпоративных ценных бумаг в виде выпуска краткосрочной облигации ОАО «Банка Эсхата» в 2016 г. сроком обращения два года, объемом эмиссии в 20 млн. сомони. Данные облигации были размещены напрямую отечественным инвесторам, включая физические и юридические лица, инвестировавшие свободные денежные сбережения в покупку пионерной национальной корпоративной облигации. Однако ситуация на вторичном рынке ценных бумаг не меняется кардинально к улучшению. Одной из причин является то положение, что ограничено количество профессиональных участников, которые представлены 14 лицензированными субъектами,

включая 7 ед. финансовых посредников (брокеров и дилеров), 1 ед. депозитарной деятельностью, 2 ед. фондовых бирж, 4 ед. занимающихся ведением реестров акционеров акционерных обществ. Последние ведут учет и фиксирование перехода права от одного покупателя-акционера к другому на примитивной основе. Однако, этого количества профессиональных участников данного сегмента недостаточно, чтобы активизировать его деятельность. Кроме того, в стране отсутствует единый депозитарий, эффективная клиринговая деятельность, также выступающие барьерами на пути развития данного сегмента. Так, данные Агентства показывают, что с 2014 по 2015 гг. сумма сделок акционерных обществ составила всего 185,7 млн. сомони, что образует 0,38% от ВВП. Данные сделки по купле и продаже акций осуществлялись

внебиржевых площадок, являющихся непрозрачными, с искаженным ценообразованием.

В то же время следует отметить пассивность функционирующих акционерных организаций на этом рынке, о чем свидетельствует состояние рынка ценных бумаг. Публикации в общественной печати и статистические данные показывают, что акции 420 действующих акционерных компаний в стране не востребованы.[10]

В этом контексте в связи с продажей акций Рогунской ГЭС в 2009 – 2015 годах на отечественном рынке ценных бумаг ситуация довольно сильно изменилась. В этом контексте важен анализ объема продажи и капитализации акций ОАО «Рогунской ГЭС» на отечественном рынке ценных бумаг (табл.1).

Таблица 1

## Капитализация ОАО «Рогунской ГЭС»\*

Показатели	Годы			
	2009	2010	2015	Итого
Количество выпущенных акций (тыс. шт)	116	58840	80000	118840
Номинальная стоимость одной акции (в сомони)	1000	100	100	-
Объем капитализации (млн. сомони)	116	5884	8000	14000

**Источник:** Агентство по развитию рынка ценных бумаг и специализированного регистратора Министерства финансов Республики Таджикистан.

\*В официальной печати данные выпуска ценных бумаг со стороны ОАО «Гидроэлектростанция Рогун» отсутствуют, что побудило нас ограничиться лишь этим периодом.

По данным таблицы 1 видно, что общее количество выпущенных акций ОАО «Рогунской ГЭС» за период 2009-2015 гг. составило 118,8 млн. един, а капитализация отечественного гиганта экономики Таджикистана - 14000 млн. сомони. В структуре собственников этой компании преобладает население, хотя собственниками акций являются и отечественные юридические лица. До 2020 г. реализация акций иностранным компаниям и инвесторам была запрещена.

В этой связи на отечественном вторичном рынке ценных бумаг господствующее положение занимает эмиссия ценных бумаг, выпускаемые и реализуемые государственными институтами.

Необходимо отметить, что государством было уделено приоритетное внимание развитию обращения ценных бумаг сразу после приобретения независимости и проведения экономических реформ. Первые действия по созданию правовой базы, формированию инфраструктуры и правил обращения ценных бумаг были предприняты в первые годы независимости (1991-1992 гг.) Так, в эти годы были разработаны и утверждены Правительством РТ Законы «Об акционерных обществах», «О ценных бумагах и фондовых биржах», были приняты действия по вводу новых видов ценных бумаг (приватизационные чеки) для широкой приватизации госсобственности: жилье, торговые точки, промышленные и сельскохозяйственные предприятия и социальные объекты. В это время использовались и такие виды ценных бумаг, как государственные займы и облигации. Но при этом

их основной функцией были только мобилизация и аккумуляция части свободных сбережений населения, и они не имели свободного обращения на рынке. Кроме того, эти ценные бумаги имели некоммерческий характер, и фиксированной была доходность по ним. Так, например, эмиссия первой государственной ценной бумаги (1992 г.) таджикской облигации государственного займа (12-процентов годовых) была направлена исключительно на покрытие дефицита государственного бюджета за счет мобилизации свободных денежных ресурсов населения, а не на финансирование экономики.

Как известно, создание сети инвестиционных фондов призвано формировать институциональный потенциал для развития рынка ценных бумаг. Деятельность таких институтов на рынке ценных бумаг всесторонне поощряется государством на развитый финансовый рынок и странах, по сравнению с использованием потенциала коммерческих депозитных банков для финансирования крупных и средних инвестиционных проектов в отраслях реальной экономики. Это связано с той особенностью, которая заключена в деятельности этого вида небанковских финансовых институтов, включая:

- во-первых, инвестиционный фонд ускоряет финансирование и реализацию инвестиционных проектов и процессов в экономике, поддерживая развитие инновационных и наиболее перспективных предприятий и отраслей посредством приобретения их акций и иных ценных бумаг, обеспечивая их достаточным по

объемам финансированием с минимальными издержками на длительный срок по сравнению с банковскими кредитами;

- во-вторых, массовый характер и привлечение широких слоев населения к покупке акций инвестиционных фондов создает благоприятные условия для формирования инвестиционного поведения населения и их прямого участия в финансировании экономики с учётом доходности и рисков вложений в финансовые активы рынка ценных бумаг, тем самым диверсифицируя и сокращая риски предприятий реального сектора;

-в-третьих, инвестиционные фонды предоставляют не только ресурсы на временное и длительное пользование (облигации), но и на бессрочный период (акции), что обеспечивает стабильность в деятельности субъектов этого рынка и экономики в целом;

-в-четвертых, такой вид мобилизации финансового капитала субъектами реальной экономики позволяет им получать освобождение от выплат налогов или минимизировать требования по формированию минимального размера собственного капитала, что немаловажно для условий Таджикистана.

Так, например, в Таджикистане имеется опыт «добровольно-принудительной» реализации акций крупнейшего инвестиционного проекта в стране, как «Рогунская ГЭС», посредством не биржевых площадок, а посредством сети коммерческих банков, включая сеть филиалов ГСБ РТ «Амонатбанка» и иных частных коммерческих банков. Такая практика была вынужденной, учитывая слабые возможности двух фондовых бирж страны и неразвитость вторичного рынка акций.

Важно в ближайшем будущем обеспечить эффективную деятельность сети депозитариев по учету обращения ценных бумаг, включая акции Рогунской ГЭС. Эти элементы инфраструктуры рынка ценных бумаг призваны обеспечить и сыграть важную роль в механизме контроля и учёта прав акционеров, мониторинга движения за операциями инвестиционных фондов на бирже.

Важно создание единого централизованного депозитария в стране, который призван занять важное место в механизме эффективной деятельности рынка ценных бумаг, включая регистрацию, учёт, хранение и переоформление прав собственности на ценные бумаги при массовом вводе их в обращение. Поэтому, как нам представляется, необходимо обеспечить эффективность реализации наиболее важных его функций на рынке ценных бумаг, включая:

1. Услуги по хранению акций, облигаций, векселей, сертификатов и других ценных бумаг в электронных форматах;

2. Оперативное выполнение поручений депонентов по реализации прав на ценные бумаги при их купле-продаже на вторичном рынке;

3. Сокращение тарифов за оказание услуг регистратора и депозитария за регистрацию операций с ценными бумагами;

4. Обеспечение вышеперечисленных операций как для отечественных, так и для иностранных инвесторов.

Развитие рынка ценных бумаг происходит с некоторыми диспропорциями, принимая во внимание тот факт, что вторичное обращение ценных бумаг, и в особенности корпоративные, до данного времени в стране не развиты. В этом плане рынок ценных бумаг практически мало применяется для накопления и инвестирования свободных денежных сбережений населения и других субъектов рынка в экономическое развитие страны, как альтернативный важный источник внешним инвестициям и банковскому сегменту. Не полностью используются и институциональные резервы для развития рынка ценных бумаг. Так, акционерно-правовая форма большинства финансовых институтов и крупных субъектов реальной экономики в форме ОАО и ЗАО является важным резервом для увеличения объемов операций на рынке ценных бумаг республики. Это позволит удовлетворить их потребности в привлечении дополнительных финансовых ресурсов для роста их уставных капиталов на основе эмиссии собственных корпоративных ценных бумаг, способствуя устойчивой деятельности, росту операций.

Нам представляется, что сеть коммерческих банков в ближайшем будущем будет дополнительно капитализирована за счет активного участия на рынке ценных бумаг в качестве как эмитентов, привлекая капитал, так и субъекта рынка, облаживающие эти виды операций. Это позволит развитию в Таджикистане новых видов ценных бумаг, как депозитные и сберегательные сертификаты.

На отечественном рынке ценных бумаг получают развитие и вексельное обращение, преследующее цель снижения и ликвидацию объемов взаимных неплатежей, которые составляют огромную сумму в виде кредиторской задолженности предприятий реального сектора Таджикистана.

По сравнению с ценными бумагами частного сектора в республике более развит процесс с ценными бумагами, выпускаемыми со стороны государственных институтов. К их числу можно отнести: государственные краткосрочные казначейские векселя и долгосрочные государственные векселя, выпущенные для инвестирования в капитал ОАО «Агроинвестбанк» и ОАО «Таджиксодиротбанк» со стороны Министерства финансов Республики Таджикистан, а также краткосрочные ценные бумаги Национального банка Таджикистана.

Анализ показывает, что в структуре обращения ценных бумаг доминирующее положение занимают ценные бумаги Национального банка Таджикистана. Они, однако, используются для обеспечения финансовой стабильности в экономике, стерилизации излишней ликвидности, накопленной в банковской системе. Например, в 2018 г. объемы операций с ценными

бумагами Национального банка Таджикистана превысили 8 млрд. сомони.

В то же время оборот краткосрочных казначейских векселей Министерства финансов Республики Таджикистан по степени значимости занимает второе место. Они используются в основном для краткосрочного финансирования дефицита бюджета за счет их продажи НБТ.

Другие виды ценных бумаг Министерство финансов Республики Таджикистан, в частности,

государственные долгосрочные векселя, которые преимущественно использованы для рекапитализации отечественных крупных банков, не связаны с использованием излишней ликвидности в экономике и профицита бюджета страны, а носят немонетарный характер. Эти виды ценных бумаг используются в чрезвычайных ситуациях, когда нет других источников поддержки отечественных компаний.

Таблица 2

**Динамика оборота ценных бумаг Национального банка на рынке ценных бумаг Республики Таджикистан**

Годы	Дата торгов	Срок обращения, дней	Средневзвешенная доходность, % годовых	Объем в обращении, тыс. сомони
2012	03-31.12.2012	12.5	3.01	40291.77
2013	02-31.12.2013	15.77	5.85	33309.49
2014	02-31.12.2014	17.31	4.12	10344,4
2015	01-31.12.2015	16.33	5.00	32528,8
2016	06-29.12.2016	30.33	7.49	55133,5
2017	01-29.12.2017	56	15.88	61829.4
2018	03- 18.12.2018	14	13.91	200000.0

**Источник:** Составлено автором на основе базы: Банковский статистический бюллетень. – Декабрь, 2012 (209). - Душанбе: Национальный банк Таджикистана, 2012.- С.91.; 2013 (221). - С.91.; 2014 (233). - С.94.; 2015 (245). - С.94.; 2016 (257). - С.83.; 2017 (269). -- С.83.; 2018 (281). -С.83

Анализ показателей торговли ценных бумаг Национального банка Таджикистана, согласно таблице 2, отражает следующие тенденции этого рынка: Тенденцию, что объемы оборота ценных бумаг носят неоднозначный характер; В одни годы они увеличиваются, а в другие – снижаются; Несмотря на это, оборот ценных бумаг в обращении в последние годы набирает тенденцию роста;

Имеет место тенденция роста доходности ценных бумаг Национального банка Таджикистана, которая выросла с 3,01 % в 2012 г. до 15,88 % в 2017 г., или на 12 п.п.

В частности, это подтверждается и графически, согласно рис. 2, где по сравнению с 2012 годом в 2018 году рост оборота ценных бумаг составил 5 раз.

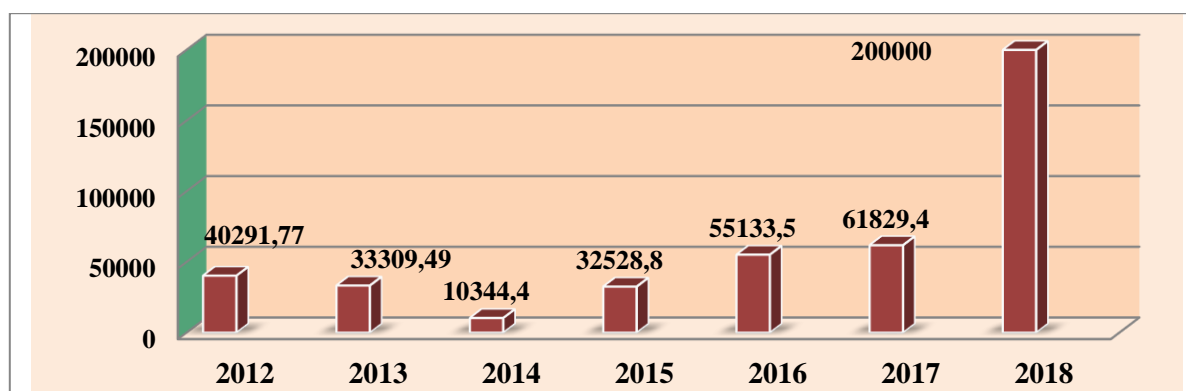


Рисунок 2. Динамика оборота ценных бумаг в обращении за период 2012-2018 гг. (тыс. сомони) [2]

По сравнению с ценными бумагами, выпускаемыми и реализуемыми Национальным банком Таджикистана, ситуация на рынке

государственных казначейских векселей выглядит более скромно, о чем свидетельствуют данные таблицы 3.



Таблица 3.

## Состояние рынка государственных казначейских векселей за 2011 - 2018 гг

Годы	Дата торгов	Срок обращения, дней	Средневзвешенная доходность, % годовых.	Объем в обращении, тыс. сомони
2011	15.12.2011	91	7.50	7478.2
2012	16.11.2012	91	1.25	3987.4
2013	21.10.2013	91	0.50	24968.4
2014	11.12.2014	91	0.30	24981.1
2015	20.07.2015	91	0.99	39912.6
2016	08.12.2016	91	0.99	34912.6
2017	В официальной печати нет данных			
2018	В официальной печати нет данных			

**Источник:** Составлено автором на основе базы: Банковский статистический бюллетень. – Декабрь, 2012 (209). - Душанбе: Национальный банк Таджикистана, 2012.- С.91.; Банковский статистический бюллетень. – Декабрь, 2013 (221). - С.91.; 2014 (233). - С.94.; 2015 (245). - С.94.; 2016 (257). - С.83

Из данных таблицы 3 видно, что доходность государственных казначейских векселей Министерство финансов Республики Таджикистан низка и составляет от 0,50 до 7,5. Срок обращения ценных бумаг имеет краткосрочный характер и находится в пределах 91 дня.

В перспективе особенностью развития отечественного рынка ценных бумаг Таджикистана будет широкое участие в нём населения, особенно среднего класса и формирование его инвестиционного поведения, обеспечивающее массовый и ликвидный рынок.

Все вышеперечисленное возможно при условии роста потенциала банков, его менеджмента, повышения квалификации банковских работников и сотрудников специальных инвестиционных подразделений, а также сети инвестиционных фондов, хеджевых, частных пенсионных фондов и т.д., отсутствие которых сдерживает активизацию развития этого рынка.

Для совершенствования и обеспечения полноценного и эффективного функционирования рынка ценных бумаг, как показывает проведённый нами предыдущий его анализ, необходимо дополнительно обеспечить реализацию следующих мероприятий:

1) необходимо усовершенствовать существующую нормативно-правовую базу рынка ценных бумаг, включая ускоренное развитие рынка корпоративных ценных бумаг и их вторичное обращение;

2) обеспечить диверсификацию видов ценных бумаг, включая их использование как для целей рыночного финансирования бюджетного дефицита, что характерно для развитых рыночных экономик, так и для финансирования развития отраслей реальной экономики за счет государственного бюджета в виде покупки корпоративных ценных бумаг прогрессивных предприятий;

3) совершенствование денежно-кредитной политики Национального банка Таджикистана и развитие инструментов учётной политики;

4) операций на открытом рынке ценных бумаг и проведение валютных операций и т.д.

Использование новых возможностей рынка ценных бумаг обеспечит повышение эффективности регулирования денежно-кредитной системы со стороны Национального банка Таджикистана, учитывая, что операции по купле-продаже ценных бумаг позволяют более оперативно регулировать денежную массу и предложение денег в экономике, контролировать как инфляцию, так и минимизировать необеспеченную эмиссию денег. Это связано с тем механизмом, который в настоящее время, учитывая неразвитость рынка ценных бумаг, используется ограниченно. Так, например, продажа государственных ценных бумаг Национальным банком Таджикистана обеспечивает быструю и эффективную стерилизацию и изъятие из обращения излишней массы денег с учетом интересов субъектов рынка. Тем самым, сокращение денежных средств в экономике, главным образом посредством сети банков и фондового рынка, обеспечивая превентивные меры по чрезмерному нагреву экономики, позволит снизить их способность к кредитованию и финансированию. И наоборот, такой механизм реализации денежно-кредитной политики позволят перейти к устойчивому экономическому росту, тенденции постепенного укрепления национальной валюты, стимулирования регулируемого экономического роста.

В целом можно прийти к выводу, что Правительство Республики Таджикистан, Национальный банк Таджикистана и Министерство финансов Республики Таджикистан и частное сообщество, включая иностранных инвесторов, в последние годы ведут активную деятельность по дальнейшему развитию рынка ценных бумаг, росту емкости рынка, увеличению конкуренции на нем,

росту доходности на государственные ценные бумаги, развитию вторичного рынка. Одна из главных задач в этом направлении заключается в увеличении значения и роли небанковских финансовых институтов, в повышении степени защиты прав инвесторов и в создании современной инфраструктуры рынка ценных бумаг.

#### Библиографический список

1. Аристова Е.В. Роль финансового рынка в современной экономике. // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2012. - № 44. – С. 61-64.
2. Банковский статистический бюллетень. – Декабрь, 2012 (209). - Душанбе: Национальный банк Таджикистана, 2012.- С.91.; 2013 (221). - С.91.; 2014 (233). - С.94.; 2015 (245). - С.94.; 2016 (257). - С.83.; 2017 (269). -- С.83.; 2018 (281). -С.83.
3. Бердикова Т.Б. Оценка ценных бумаг. - М.: Инфра-М, 2006. – С. 4-5.
4. Большой экономический словарь. Под ред. Борисова А. В. - М.: Книжный мир, 2008. – С. 509.
5. Деньги. Кредит. Банки. Ценные бумаги. Практикум: Учеб. пособие для вузов /Под ред.

проф. Е.Ф. Жукова. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 310 с.

6. Курбонова Ф.А. Структура и механизм функционирования современного рынка ценных бумаг. Вестник «Кишоварз» («Земледелец»). – Душанбе: «Фархунда М», 2019.-№2 (82). С. 225-229

7. Курбонова Ф.А. Формирование и развитие финансового рынка в Республике Таджикистан: состояние и перспективы: автореф. дис.... канд. экон. наук: 08.00.10 (Финансы, денежное обращение и кредит)/ Ф. А. Курбонова.- Душанбе, 2020.

8. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. - М.: Инфра - М, 2004. – С. 404.

9. Экономическая теория. // Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации: Учебник под редакцией д.э.н., проф. Грязновой А.Г., д.э.н., проф. Чечелевой Т.В. - М.: ЭКЗАМЕН, 2005. – С. 295.

10. [http:// www. minfin.tj/](http://www.minfin.tj/) [Дата обращения: 05.11. 2018 г.]

### РАСЧЕТ ИНТЕГРАЛЬНЫХ ОЦЕНОК РАЦИОНАЛЬНОСТИ ИЛСГП ЭКСПЕРТНЫМИ МЕТОДАМИ

DOI: 10.31618/ESU.2413-9335.2021.2.93.1.1551

*Леонтьев Р.Г.*

*д-р. экон. наук, профессор, главный научный сотрудник (Вычислительный центр ДВО РАН, г. Хабаровск, РФ)*

*Архипова Ю.А.*

*канд. экон. наук, ведущий научный сотрудник (Институт горного дела ДВО РАН, г. Хабаровск, РФ)*

### CALCULATION OF INTEGRAL ESTIMATES OF RATIONALITY ILSGP EXPERT METHODS

*R.G. Leontiev*

*D-r of econ. science, professor, Chief Researcher (Computer center of FEB RAS, Khabarovsk, RF)*

*Y.A. Arhipova*

*Cand. of econ. science, leading research associate (Institute of Mining Affairs of FEB RAS, Khabarovsk, RF)*

#### АННОТАЦИЯ

В статье представлена процедура расчета интегральной оценки общественной рациональности интегрированных логистических систем горной промышленности (ИЛСГП) экспертными методами состоящая из следующих этапов: отбор обобщенных оценок; ранжирование этих оценок; непосредственное присвоение указанным оценкам баллов; расчет эффективности вариантов интегральных оценок по каждой обобщенной оценке; расчет общей эффективности вариантов интегральных оценок; определение исследовательских и хозяйственных сфер применимости данной процедуры.

#### ANNOTATION

The article presents the procedure for calculating the integral assessment of the social rationality of the integrated logistics systems of the mining industry (ILSGP) by expert methods, which consists of the following stages: selection of generalized assessments; the ranking of these estimates; direct assignment of points to the specified assessments; calculation of the effectiveness of options for integrated assessments for each generalized assessment; calculation of the overall effectiveness of options for integral assessments; determination of research and economic areas of applicability of this procedure.

**Ключевые слова:** Интегрированные логистические системы горной промышленности, общественная рациональность, обобщенные (интегральные) оценки, экспертные методы, этапы расчета уровней оценок.

**Key words:** Integrated logistics systems of the mining industry, social rationality, generalized (integral) assessments, expert methods, stages of calculating assessment levels.