

УДК 336.3

Теоретические аспекты формирования финансового рынка в условиях перехода экономики Таджикистана к новой модели развития

Шарипов Бахром Махмудович

Кандидат экономических наук,
Институт экономики и демографии АН РТ,
734025, Республика Таджикистан, Душанбе, просп. Айни, 44;
e-mail: b_sharipov@mail.ru

Аннотация

В статье обосновывается формирование инвестиционной модели социально-экономического развития национальной экономики. Это требует формирования полновесной архитектуры отечественного финансового рынка и сбалансированного развития всех внутренних его сегментов. Только последнее может обеспечить эффективную мобилизацию всех сбережений, их трансформацию в финансовые ресурсы, адекватные потребностям реального сектора, новые возможности для устойчивого развития национальной экономики на инновационном базисе.

Для цитирования в научных исследованиях

Шарипов Б.М. Теоретические аспекты формирования финансового рынка в условиях перехода экономики Таджикистана к новой модели развития // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2017. Том 7. № 10А. С. 16-29.

Ключевые слова

Финансовый рынок, сегменты рынка, финансовые организации, банки, микрофинансовые организации, небанковские финансовые организации, реальный сектор.

Введение

Задачи по формированию инвестиционной модели социально-экономического развития экономики Таджикистана требуют наличия полновесного отечественного финансового рынка, который бы обеспечил эффективную мобилизацию всех имеющихся сбережений, их трансформацию в финансовые ресурсы, адекватные потребностям реального сектора. Другими словами, устойчивое развитие национальной экономики на инновационном базисе возможно только при наличии полновесного отечественного финансового рынка.

Полновесный финансовый рынок представляет собой включенную в экономическую систему страны единую и целостную (взаимосвязанную, взаимодействующую) совокупность, включающую такие внутренние сегменты, как денежный, кредитный, сегменты ценных бумаг (первичный и вторичный), валютный и страховой. В институциональном аспекте она состоит из банков, различного вида микрофинансовых организаций и небанковских финансовых организаций, таких как фондовые и валютные биржи, страховые, инвестиционные, лизинговые, пенсионные, венчурные, хеджевые, гарантийные фонды и т.д. Каждый из видов финансовых организаций выполняет свою особую функцию (функции), проводит свой перечень финансовых операций (сделок), в результате чего весь объем потребностей общества в финансово-банковских продуктах (услугах) удовлетворяется в полной мере, с максимально возможной степенью эффективности и минимальными рисками, обеспечивая экономику и всех ее субъектов адекватным (по объемам, срокам, издержкам, рискам, доступностью и другим параметрам) финансированием для поддержания устойчивых и динамичных темпов экономического развития и повышения уровня жизни населения в условиях открытой экономики.

В структурно-институциональном аспекте полновесный финансовый рынок включает дополнительно и свою инфраструктуру, состоящую из совокупности вспомогательных специализированных организаций, которые не выполняют непосредственно финансово-банковские операции, но обеспечивают и облегчают деятельность банков и небанковских организаций. Так, инфраструктура финансового рынка включает такие элементы, как разнообразные виды торговых площадок, фирмы по аудиту финансовых организаций, кредитные бюро, рейтинговые компании, фирмы, обеспечивающие специальным оборудованием, технологиями, материалами, информацией, специалистами и т.д.

Современное состояние финансового рынка Республики

В настоящее время структура финансового рынка Таджикистана является деформированной, учитывая, что в ней доминирует банковский сегмент, на долю которого приходится более 96% его активов. Остальные 4% активов остаются за небанковскими финансовыми организациями. Дополнительно доказательством фрагментарности архитектуры финансового рынка Таджикистана является отсутствие его следующих сегментов и присущих им финансовых институтов и инструментов [Руководство..., 2000].

В сегменте рынка ценных бумаг – вторичный рынок и его институты – централизованный депозитарий, клиринговые палаты, дилеры и брокеры, реестродержатели и андеррайтеры ЦБ и т.д.

Сегмент производных финансовых инструментов – инструменты хеджирования рисков (валютных, кредитных, операционных и рыночных).

Сегмент институциональных инвесторов: инвестиционные фонды, современные страховые компании и частные пенсионные фонды по обеспечению внутренних долгосрочных и дешевых финансовых ресурсов.

Институты развития – для эффективного и оперативного управления бюджетными ресурсами на инвестиционные цели.

Венчурные институты – финансирование новых и рискованных инновационных проектов, продуктов.

Институты по финансированию и поддержке экспорта и импорта как ЭКСИМБАНКИ – поддержка экспортеров и импортозамещения.

Гарантийные фонды – дача гарантий для разделения рисков и потерь.

Отсутствие большей части этих институциональных видов финансовых организаций, по мнению автора, ограничивает как поступление финансовых ресурсов, так и перечень финансовых инструментов реального сектора, сдерживая возможности развития их экспортного потенциала и импортозамещения. Это является одной из важнейших причин низкой способности и эффективности отечественного финансового рынка, низкого уровня саморазвития и низкой поддержки реального сектора финансированием.

В этой связи полагаем, что политика правительства опираться на отечественную банковскую систему, особенно ее крупные банки, для использования их в качестве основного инструмента и источника инвестиционно-финансовых ресурсов для поддержки развития промышленности, является «некорректной» и нерыночной. Так, отечественная практика также является свидетельством того, что подобная форма инвестирования реальной экономики банками чревата серьезными отрицательными последствиями, которые проявляются в периодически повторяющихся банковских кризисах в их различных формах (валютный, кредитный, платежный и т.п.). Так, различного рода кризисы имели место в банковской системе в 1997, 2000, 2003, 2006, 2008, 2010, 2015 и 2016 годах. Ранее издержки и потери вовлеченных банков компенсировались за счет выделяемых средств государственного бюджета в ограниченных размерах (до 1-2% к ВВП того года), охватывали один или два крупных банка, средства предоставлялись на льготных условиях (без залогов и дополнительных издержек по обслуживанию и их возврату) и часто имели безвозвратный характер или же невысокое финансовое бремя связи с обесценением задолженности в условиях высокой инфляцией. В настоящее время возросла вовлеченность банков в инвестиционные операции, а соответственно и возросли и масштабы их потерь в виде роста просроченных кредитов, ухудшения финансового состояния вплоть до убыточности и потери капитала.

Активное кредитование предприятий реального сектора в рамках «инвестиционного» или долгосрочного кредитования привело к тому, что доля просроченных кредитов в общем кредитном портфеле четырех крупных системообразующих банков превысила 60%. Это привело к росту расходов по формированию фонда возможных потерь по ссудам при одновременном сокращении доходов, особенно по кредитным процентам из-за их неоплаты. Результатом такой практики стала убыточность этих банков, а также то, что системообразующие банки стали на грань потенциального банкротства. Их влияние оказало отрицательное влияние на всю отечественную банковскую систему, поскольку общий регулятивный капитал сократился на 18 млн сомони (табл. 1).

**Таблица 1. Основные показатели финансовой устойчивости банковской системы Республики Таджикистана за 2014-2015 гг. (млн сомони)
[Статистический банковский бюллетень, 2017]**

Показатели	2014	2015
Объем регулятивного капитала банковской системы, в том числе	2005	1987
банков	1492	1400
микрофинансовых организаций	513	587
Объем сформированного Фонда покрытия возможных потерь по ссудам	-1241	-1657

Как показывают данные табл. 2, произошло абсолютное сокращение как объемов кредитования экономики (-1411 млн сомони), так и сужение круга заемщиков, получивших микрокредиты (-49 тыс. единиц).

Таблица 2. Динамика объемов кредитования и количества заемщиков по банковской системе Республики Таджикистана за 2015-2016 гг. (млн. сомони, тыс. единиц) [там же]

Показатели	Единица измерения	2015	2016	Темпы роста 2016 г.к 2015 г., %
Всего выдано кредитов, в том числе:	млн сомони	11341	9930	87,6
банками	млн сомони	9350	8230	88,0
микрофинансовыми организациями	млн сомони	1991	1699	85,3
Всего заемщиков, получивших микрокредиты, в том числе:	тыс. единиц	480	431	89,8
в банках	тыс. единиц	172	163	94,8
в микрофинансовых организаций	тыс. единиц	307	267	86,9

Это обусловило значительное увеличение объемов, выделяемых государственных бюджетных ресурсов на их поддержку (например, в 2016 г. четырем отечественным банкам выделено 3,2 млрд сомони, или около 8% ВВП). Кардинально изменились и условия их предоставления, включая сопровождаемое обновление руководящего состава. Кроме того, средства выделены под залоги имущества и активы как самих банков, так и их клиентов, имеют строго целевой характер, ограничивающий их использование для осуществления высокодоходных операций (выдачу кредитов, валютные операции и т.д.), строго контролируются со стороны регулятора. Функционирование этих банков в условиях хронически низкой инфляции, переходящей в отдельные периоды в дефляцию, вызывает высокое бремя обслуживания привлеченной от государства дополнительной ликвидности. Так, ограничена рыночными условиями способность банков к реализации имеющихся залогов без крупных финансовых потерь из-за падения стоимости и цен на активы в экономике. Как показывает мировая практика, банковские кризисы имеют продолжительность в 2-4 года. Соответственно, надеяться на их способность активно финансировать экономику в виде инвестиций и долгосрочных кредитов реальному сектору в течение этого периода, когда приоритетным выступает восстановление и оздоровление отечественной банковской системы, не приходится.

Иную ресурсную базу имеют небанковские финансовые организации, где доля сбережений населения минимальна или вовсе отсутствует. Их ресурсную базу составляют в основном не сбережения населения, которые направлены на сохранение собственной покупательной способности от инфляции, характеризуются пассивным инвестиционным поведением, финансовый результат которого частично гарантирован государством в виде минимальных

выплат депозитов и вкладов населения в случае банкротства банка. Однако использование сбережений и иных свободных денежных потоков в рамках небанковских финансовых институтов нацелено больше на использование сбережений как инвестиционных финансовых ресурсов, которым присущи как возможность получения относительно высокой прибыли, так и риски их потерь, полностью или частично. Последнее связано с наличием развитого финансового рынка с полной архитектурой, позволяющей формировать компенсационные механизмы для ведения более рискованных инвестиционных политик с оглядкой на минимальное гарантированное возмещение их убытков или банкротства. Крах крупного банка может вызвать проблемы в банковской системе из-за возможной паники вкладчиков и далее перерасти в банковский системный кризис, сопровождаемый резким падением ликвидности в экономике, что отрицательно воздействует на реальный сектор и экономику в целом, ведет к падению цен и искажению ценовых ориентиров. Однако банкротство отдельных небанковских финансовых институтов, как показывает практика, не несет существенных системных рисков, так как мобилизация и размещение финансовых ресурсов небанковскими финансовыми институтами не связаны с широким перечнем субъектов экономики, как у банков.

Одной из особенностей является формирование ресурсной базы без приема вкладов граждан. Однако через развитие сети небанковских финансовых институтов обеспечивается приток дополнительного финансового капитала в экономику на финансирование и развитие реального сектора на долгосрочной основе, при этом, используются как внутренние, так и внешние финансовые ресурсы на более приемлемых условиях, учитывающих соотношение доходности и связанных рисков. То есть появляются возможности для широкого использования относительно высокорискованных видов финансовых вложений. При этом формирование новых сегментов финансового рынка, таких как страховой рынок, сегмент ценных бумаг, особенно производных финансовых инструментов, с применяемыми ими различными инструментами по страхованию и хеджированию рисков позволяет инвесторам минимизировать риски потерь, включая и формирование рыночных механизмов их компенсации. Так, развитие сети гарантийных, страховых, хеджевых фондов и их инструментов позволяет компенсировать риски, не обременяя средства государственного бюджета.

В этой связи формирование полного, а соответственно, и эффективного финансового рынка является необходимым условием устойчивого развития таджикской экономики, формирования ее современной структуры за счет появления новых отраслей, модернизации действующих и, в конечном счете, трансформации экономики из аграрно-индустриальной в индустриально-аграрную с производством добавленной стоимости. Именно такая форма организации финансового рынка, по мнению автора, позволяет генерировать внутренний источник будущего развития национальной экономики на базе развития финансового и реального секторов. Это позволит экономике перейти на увеличение денежного предложения на базе эмиссии новых национальных денег, основу которой составит рост собственных объемов продукции и услуг.

Как известно, в настоящее время рост денежного предложения экономики и эмиссия новых денег основаны на поступающей в экономику валюте из-за рубежа в виде иностранных инвестиций (во всех формах – прямых, портфельных и прочих), грантов и помощи, экспортной выручки и денежных переводов. Такое положение способствовало устойчивому развитию экономики Таджикистана на протяжении последних пятнадцати лет, однако эта модель исчерпала свои ресурсы. Данная модель экономики, основанная на росте поступления иностранной валюты, делает уязвимой национальную экономику, зависимой от внешних поступлений валюты, формирует внешние ограничения. Складывается ситуация, когда поступления иностранной валюты обеспечивают развитие экономики и поддержание ее темпов роста, а при сокращении поступлений темпы роста замедляются вплоть до перехода экономики

в рецессию и экономический кризис. При этом усеченность финансового рынка не позволяет наращивать денежное предложение на внутренней базе как самого дешевого денежного предложения.

Так, хронически низкая и узкая база для производства и прироста валовой добавленной стоимости в национальной экономике не является в настоящее время той мощной базой, которая позволяла бы производить дополнительную эмиссию национальных денег вне зависимости от поступления иностранной валюты. Другими словами, рост эмиссии денег осуществляется в основном за счет поступления иностранной валюты, тем самым формируя жесткую причинно-следственную связь и зависимость от внешнего фактора. Кроме того, в экономике отсутствуют важнейших из институтов, которые на развитых рынках призваны и позволяют «абсорбировать» дополнительное первичное предложение денег и довести их до субъектов реальной экономики на низкоинфляционной основе, не вызывая высоких колебаний и поддерживая стабильно инфляцию на постоянном уровне, тем самым, не вызывая искажения ценовых индикаторов, как на финансовые, так и материальные активы. В настоящее время все это не позволяет властям наращивать денежное предложение экономики в достаточном объеме, о чем свидетельствует показатель уровня монетизации отечественной экономики. Так, монетизация экономики Таджикистана хотя и растет, однако хронически находится на низком уровне (не более 25% ВВП), тем самым сдерживая экономический рост. Кроме того, в странах с полной архитектурой финансового рынка негативные тенденции можно нивелировать за счет денежного мультипликатора. С точки зрения денежной и финансовой теории рост значения банковского мультипликатора отражает увеличение в структуре совокупного денежного предложения доли и объемов относительно дешевых денег. Так, значение денежного мультипликатора в развитых странах достигает весомых величин – от 2 до 4 кратных значений и более, отражая процесс роста денежного предложения, зависящего от уровня развития и формирования полной архитектуры финансового рынка в развитии экономики, особенно обеспечения дешевыми денежными ресурсами. Однако в Таджикистане значение мультипликатора по денежным агрегатам в национальной валюте (M0, M1, M2 и M3) ниже единицы [Сайт Национального банка Таджикистана, [www](#)]. То есть наращивание денежного предложения экономике, осуществляемое за счет поступления иностранной валюты, ведет к росту долларизации экономики, особенно реального и финансового секторов. При этом существенно ограничены возможности дополнительной эмиссии денег в национальной валюте. Такая форма увеличения денежного предложения экономики не позволяет в достаточной мере стимулировать развитие реального сектора. Это является одним из факторов сдерживания создания новых рабочих мест и мощностей, наращивания производства отечественных товаров и услуг. Это ведет к сокращению генерации прироста внутренней добавленной стоимости, а соответственно, и основы для роста денежного предложения без увязки ее с поступлением инвалюты, сохраняя низким уровень монетизации.

Однако в большинстве развивающихся стран уровень монетизации экономики превышает значение 50-70% ВВП, а в развитых странах он находится в диапазоне от 100 до 200% ВВП и выше. Так, например, в США совокупное финансирование экономики за счет двух сегментов финансового рынка превышает 150% ВВП, включая ресурсы кредитного сегмента – 70-80% ВВП и сегмента ценных бумаг – 60-80% ВВП. В развитых странах еврозоны совокупный показатель превышает 160% ВВП [Ершов, 2011]. По Таджикистану он составляет всего 24% ВВП [Таджикистан..., 2011]. Это обуславливает отставание в глобальной конкуренции за привлечение и использование внутренних сбережений и их трансформацию в инвестиции в Таджикистане. Узкая финансовая глубина и емкость формируемого финансового рынка Таджикистан не позволяют не только привлечь глобальные финансовые ресурсы для целей

развития, но и мобилизовать имеющиеся внутренние свободные финансовые ресурсы.

Учитывая, что в глобальной экономике объемы финансовых активов превышают объемы мирового производства (ВВП) в десятки раз, Таджикистан как малая открытая экономика могла бы привлечь финансовый капитал за счет притока ресурсов с мирового финансового рынка. Однако низкий уровень развития финансового рынка, его усеченная и не полностью сформированная архитектура и, как следствие, низкая его эффективность и высокие риски препятствуют притоку как внешнего, так и внутреннего финансового капитала, сдерживая тем самым темпы развития национальной экономики.

В настоящее время в Таджикистане процесс формирования национального финансового рынка с полной его архитектурой находится в рудиментном состоянии. На первом этапе становления отечественного финансового рынка пошло становление сегмента рынка ценных бумаг, однако далее приоритетное формирование получила банковская система. Ее развитие выступило генезисом или, иначе, платформой для развития финансового рынка и всех его внутренних сегментов, включая ценные бумаги, страхование, валютный и т.д. Вместе с тем процесс формирования и темпы роста вышеназванных сегментов являются недостаточными и требуют государственной поддержки для стимулирования их дальнейшего развития.

Нами предлагается пересмотреть и, соответственно, преодолеть существующие ограничивающие теоретические подходы, толкования и представления, включая и практические подходы к возможностям адекватного и диверсифицированного финансирования экономики Таджикистана, особенно реального сектора. В частности, автор предлагает отойти от сложившегося в теории и практике узкого подхода к финансированию экономики, ограниченного банковским кредитованием и инвестициями. Практика доказала, что такой подход при наличии положительных аспектов чреват периодически повторяющимися банковскими кризисами, включая такие его формы, как кредитный, валютный, платежный кризис. Рост интеграции экономики и банков в мировые глобальные рынки труда, капитала и товаров, рост доли внешних ресурсов в пассивах всех субъектов рынка наряду с тенденцией роста их «долларизации» привел к росту чувствительности национальной экономики и банков к процессам и конъюнктурным колебаниям на глобальных рынках, особенно стран – торговых партнеров, оказывая существенное отрицательное влияние. Как представляется автору, в условиях глобализации и открытости экономики формирование полной архитектуры и повышение уровня развития национального финансового рынка до степени развитых стран мира наряду с выполнением традиционных функций, таких как мобилизационная, перераспределительная, стимулирующая, аллокационная и рыночное ценообразование, обеспечивают выполнение дополнительной функции – буфера для национальной экономики. Тем самым создается первый эшелон защитного барьера на пути различного вида внешних вызовов и шоков, обеспечивающий минимизацию отрицательных внешних воздействий через использование широкого перечня современных финансовых механизмов и инструментов, включая формирование дополнительных резервов, использование инструментов страхования и хеджирования для минимизации рисков и потерь и т.д. Это способствует созданию относительно комфортных условий для поддержания и развития реального сектора даже в кризисных ситуациях.

В этой связи важнейшей научной и теоретической задачей является использование накопленного мирового опыта, включая опыт стран с переходными экономиками, подходов, инструментов и методов (особенно Китая) научного сопровождения процесса формирования и развития национального финансового рынка в сторону создания его полной архитектуры. Краткосрочный опыт формирования и развития финансового рынка Таджикистана с акцентом на банковский сегмент и прямые иностранные инвестиции для финансирования развития

национальной экономики и ее реального сектора свидетельствует о наличии, наряду с положительными аспектами (рост ВВП, создание рабочих мест, пополнение налогов и т.д.), существенных рисков и ограничений устойчивого развития национальной экономики и успешного решения правительством социально-экономических задач. Так, создание новых рабочих мест соответственно динамике роста активного населения, особенно молодежи, пополнение госбюджета для выполнения социальных функций (рост пенсий, финансирование образования и здоровья, рост зарплаты сектора госучреждений и предприятий и т.д.), а также увеличение экономических вложений (на финансирование развития производственной инфраструктуры и ее поддержание в рабочем состоянии, на новые рабочие места, на строительство и освоение гидроэнергетического потенциала и иных видов имеющихся ресурсов) наталкивается на финансовые ограничения, связанные с существующей моделью экономического развития, которая признана как потребительская, слабо ориентированная на инвестиционное развитие. Так, например, привлечение прямых инвестиций хотя и обеспечивает объемный рост макроэкономических (ВВП, создание рабочих мест и т.д.) и финансовых (доходы бюджетов, расходы и т.д.) показателей, но в долгосрочном аспекте приводит к ограничению внутреннего спроса, низкой предельной эффективности вложенных инвестиций.

Такая модель развития присуща и бывшим советским странам, включая и развитые, когда формировалась зависимость развития от одного из важнейших финансовых факторов. Это явление называется в научной литературе «голландская болезнь», под которую адаптировалась национальная экономика, в связи с чем ее структура деформировалась, принимала искаженный вид из-за сырьевой направленности, низкой эффективности и отдачи используемых ресурсов, тем самым теряя конкурентоспособность в глобальной среде. Именно такая «болезнь» диагностирована автором исследования и сделан вывод, что национальная экономика требует своего «излечения» с целью обеспечения «здорового» экономического роста, характеризуемого устойчивостью и низкой уязвимостью внешними факторами за счет развития внутренних источников, высокой эффективности использования всех ресурсов, формирования финансовых «подушек» у всех субъектов национальной экономики – домохозяйств, частного сектора, включая реальный сектор, государства, а не только у внешнего сектора.

Логически можно предположить, что привлечение внешних финансовых ресурсов выгодно для обеих сторон – как для реципиентов, так и для отдающей стороны, в том случае, когда их размещение, включая реальный сектор, обеспечивает конечный положительный финансовый результат или, другими словами, прибыль, получаемая отечественными субъектами, превышает их издержки по привлечению дополнительного финансирования в долгосрочном периоде. Однако низкая эффективность размещаемых привлеченных внешних ресурсов, сопровождаемая одновременно ростом «курсовых издержек» из-за падения покупательной способности национальной валюты, включая ее периодическую девальвацию (более чем на 25%), ведет к росту издержек субъектов национальной экономики, изымая и сокращая их прибыли, ведя к росту финансового бремени, особенно в условиях рецессий и кризисных явлений на глобальных рынках капитала, труда и товаров.

В данном случае это позволит оценивать экономический рост, увеличение ВВП, в том числе определять, за счет каких источников и факторов это достигнуто, различая их происхождение (внутреннее или внешнее) и определяя, какое воздействие количественные результатные показатели производства оказали на финансовое состояние экономики. Другими словами, позволит определить, за счет какого финансового результата достигнуто количественное развитие.

Привлечение внешних ресурсов, включая финансовые, и их использование, сопровождаемое низкой эффективностью, сопровождается ростом финансовых обязательств

экономики и ее основных субъектов при достижении роста количественных показателей, включая ВВП. Если формируемые финансовые обязательства не покрываются за счет роста эффективности, то идет процесс «проедания» национального богатства страны и будущих ресурсов. Это ведет к сужению экономических и финансовых границ. Формы проявления этого процесса связаны с ростом импорта на внутреннем рынке. Другой формой проявления этого процесса в реальном и финансовом секторах являются показатели и тенденции, характеризующие увеличение доли участия иностранного капитала в уставном капитале экономических субъектов национальной экономики. Этот процесс усиливается по мере роста обменного курса сомони при хронически низком уровне эффективности производства. В данном случае дальнейший рост ВВП возможен на основе преимущественного привлечения внешнего финансирования, так внутренние денежные ресурсы будут обесцениваться, и хотя наблюдается рост их абсолютных размеров, однако внешняя их способность поддержания процесса расширенного воспроизводства сокращается. В данном случае рост прямых и портфельных инвестиций увеличивает как абсолютные, так и относительные размеры иностранного капитала как в действующих, так и вновь создаваемых предприятиях. Другими словами, все более доминирует иностранный капитал, включая транснациональные компании финансового и нефинансового секторов. Это формирует финансово-правовую основу перехода рычагов управления бизнесом в руки иностранного капитала. При этом основная деятельность таких компаний используется для получения прибыли (валовой добавленной стоимости) не в рамках национальной экономики, а и за ее пределами – в месте функционирования основной материнской структуры через использование системы трансфертных цен, оптимизации денежных потоков и финансовых результатов, оптимизации налогообложения и т.д. Для этого используется весь арсенал финансовых инструментов: манипулирование внутрикорпоративными ценами, материальные и финансовые активы и ресурсы. Она включает и такие формы, как реализация бывшего в использовании оборудования, технологий по завышенным ценам в создаваемое и управляемое совместное предприятие, завышенные цены на финансовые и материальные ресурсы, полуфабрикаты и т.д.

Как показывает отраслевой анализ прямых и портфельных иностранных инвестиций, преобладающая их доля направляется в сырьевую и добывающую отрасли. То есть создаваемые и реанимируемые предприятия реального сектора в основном связаны с добыванием и производством сырья с последующим его вывозом за рубеж и дальнейшей углубленной переработкой. В данном случае получение высокой добавленной стоимости, включая и заложенную в ней прибыль, а соответственно, и финансовые ресурсы для создания новых рабочих мест, повышения заработной платы и формирования налоговых доходов, выводятся за пределы национальной экономики.

Эта модель международного бизнеса основана на сохранении внутрикорпоративных денежных потоков и минимизации их оттоков из системы, включая оплату налогов, пошлин и иных платежей, в том числе за привлечение внешних финансовых ресурсов. Однако для национальной экономики ориентированный на количественный рост, деформированный финансовый рынок не способен компенсировать дефицит и нехватку финансового капитала, ведя к росту уязвимости дальнейшего развития экономики. Так, ныне рост ВВП в Таджикистане сопровождается увеличением внешнего совокупного долга, включая внешний и внутренний государственный долг, частного долга финансового и реального секторов экономики. Обслуживание не только внешнего долга, номинированного в иностранной валюте, но и внутреннего при хронической тенденции падения покупательной способности сомони по отношению к мировым резервным иностранным валютам при сдерживании инфляции становится все более затратным. То есть увеличение денежного предложения имеет тенденцию

перехода в форму дополнительного финансового бремени для реальной экономики при низком уровне эффективности производства. При этом поддержание низкой инфляции денежными регуляторами отражает процесс трансформации инфляции в долгосрочные инфляционные ожидания субъектов экономики. Отсутствие возможности минимизировать или же хеджировать формируемые долгосрочные инфляционные ожидания из-за низкого уровня развития таких сегментов отечественного финансового рынка, как ценные бумаги, валютный и страховой рынок, ведет к росту их рисков. Другими словами, вышеотмеченные тенденции становятся основными причинами низкой привлекательности экономики для инвесторов даже при сохранении низких темпов инфляции. О динамике роста инфляционных ожиданий в отечественной экономике свидетельствует показатель индекса реально-эффективного обменного курса сомони за 2009-2016 гг. (рис. 1).



Рисунок 1. Динамика изменения реального эффективного обменного курса сомони за 2009-2016 гг.

Динамика индекса реально-эффективного обменного курса сомони за последние 7 лет показывает тенденцию, когда с 2009 по 2015 г. она систематически повышалась, отражая рост инфляционных ожиданий. Во временном диапазоне 2015-2016 гг. она резко понизилась, учитывая осуществление резкой девальвации национальной валюты [Программа среднесрочного развития..., 2016]. Целью было одномоментное достижение равновесия на валютном рынке, которое дорого обошлось субъектам финансового и реального секторов, имеющим высокую долю пассивов в иностранной валюте. При достижении финансовым рынком развитого состояния и полноты своей архитектуры увеличатся возможности плавного изменения обменного курса на основе законов спроса и предложения, эффективного сдерживания роста инфляции. Тем самым появятся долгосрочные финансовые ориентиры, особенно для роста инвестиций и финансирования национальной экономики.

Нужно учесть, что экономика Таджикистана приближается к пороговым значениям, отражающим ограничения для роста внешних заимствований, хотя они сформированы на преимущественно льготной основе. Так, сегодня значение внешнего долга превышает 32% ВВП и продолжает расти за счет курсовых изменений, нарастания объемов внутреннего долга. Так,

по ориентировочным данным, дефицита бюджета в 2016 г. достиг 4% ВВП и уже выходит за пределы безопасных параметров. Это положение усугубляется ростом квазифискальных рисков и задолженности предприятий государственного сектора экономики (дополнительно на 5-8% ВВП) [Сайт Национального банка Таджикистана, www]. Как показывают настоящие факты экономической действительности, сохраняются предпосылки для роста влияния иностранной собственности, чему благоприятствует и выделение Министерством финансов страны векселя на сумму 4,3 млрд сомони для поддержки четырех отечественных банков. Эти ресурсы выделены под их реальные, но вторичные залоги в виде принятых и заложенных предприятий, недвижимости, включая производственное. Они предполагаются к последующей продаже для обеспечения обратного притока финансовых ресурсов в бюджет. Однако в условиях сохранения тенденции низкой эффективности экономики и используемых ресурсов, где узки возможности генерирования прибыли отечественными предприятиями реального и финансового секторов, это чревато тем, что продажа вышеперечисленных активов произойдет преимущественно иностранным инвесторам. Этот вариант развития событий наиболее вероятен, если не будет уделено пристального внимания правительства дальнейшему совершенствованию и развитию отечественного финансового рынка. Это подтверждает ранее сделанный вывод о сужении в перспективе данной модели экономического развития, которой присущ низкий уровень развития финансового рынка, потенциала для устойчивого и динамичного экономического роста, и повышения уровня жизни населения.

В данном случае национальные интересы требуют изменения существующей модели экономического развития, направления ее на реальное подкрепление политического суверенитета Таджикистана на мировом пространстве его экономическими и финансовыми составляющими.

Формирование полной архитектуры финансового рынка изменит и повысит регулятивные возможности НБТ по поддержанию долгосрочной устойчивости не только всех сегментов финансового рынка, но и обеспечения адекватных финансовых вложений в реальный сектор. Эти возможности позволят дополнительно защитить финансовые вложения всех видов инвесторов, включая вкладчиков и кредиторов банковской системы, коллективных и частных розничных инвесторов на рынке ценных бумаг, снижая риски, поддерживая и стимулируя устойчивую деятельность банков и микрофинансовых организаций.

Соответственно, сокращение рисков обеспечит снижение расходов государственного бюджета и налогоплательщиков на покрытие рисков и связанных с ними потерь. Данные возможности связаны с активизацией деятельности сети небанковских финансовых организаций (включая ломбардные, лизинговые, страховые компании, брокерские организации, депозитарии и т.д.). Оптимальная интеграция в глобальные сегменты финансового рынка позволит обеспечить приток финансового капитала и современных технологий во все сегменты отечественного финансового рынка, способствуя дальнейшему развитию финансового сектора экономики и росту его вклада в экономическое развитие. Как показывают данные таблицы, формирование полной архитектуры финансового рынка Таджикистана на период до 2030 г. и его дальнейшее развитие позволит обеспечить двойной рост монетизации экономики с существующих 22% ВВП в 2015 г. до 48-56% ВВП в 2030 г. Рост денежного предложения экономики будет осуществляться за счет широкой диверсификации каналов финансирования, включая увеличение кредитования (рост с 23,2% ВВП до 43-50% ВВП в 2030 г.), развитие рынка ценных бумаг и рост его капитализации до 20% ВВП [Национальная стратегия развития..., 2016]. То есть процесс формирования и развития финансового рынка и его внутренних сегментов позволит значительно увеличить количество и виды финансовых организаций, создавая дополнительные стимулы не только для роста сбережений, но и для их направления в

виде разнообразных финансовых инструментов в долгосрочные финансовые вложения в перспективные отрасли реального сектора на их обновление, формирование новых производств и предприятий, способных эффективно конкурировать с иностранной продукцией.

Эти меры по формированию отечественного финансового рынка позволят обеспечить рост инвестиционной направленности сбережений, обеспечивая и диверсификацию источников доходов всех субъектов экономики, не ограничиваясь существующими ее ограниченными каналами. Так, предусматривается рост валовых внутренних сбережений с 18,0% ВВП в 2015 г. до 40% ВВП в 2030 г. [там же]. При этом развитый финансовый рынок через свои сегменты, инструменты и механизмы позволит нарастить долю частных инвестиций с существующих 5% ВВП в 2015 г. до 25% ВВП и выше как источника роста инноваций в реальном секторе. Соответственно, будет сформирована основа для развития национальной экономики на базе внутренних источников ее финансирования, создаваемая за счет формирования ее развитого финансового рынка.

Заключение

Учитывая вышеизложенное, можно сделать выводы, что формирование новой модели социально-экономического развития Республики Таджикистан является стратегической задачей на новом этапе глобализации экономики, включая вхождение Таджикистана в ВТО. Ее сутью является перевод национальной экономики с потребительской модели развития на инвестиционную. Эту задачу можно эффективно решить только формированием полной архитектуры финансового рынка, а не ограничиваться только оздоровлением и развитием отечественной банковской системы, хотя и это и немаловажно. Успешное решение этой задачи позволит устранить существующие перекосы и дисбалансы, включая доминирование банковского сегмента и рост доли небанковского сегмента. Это позволит решить задачу мобилизации внутренних сбережений и накоплений и их трансформацию в инвестиции, особенно на развитие реального сектора. Финансирование развития промышленности позволит обновить и расширить ее производственную базу, повысить конкурентоспособность отечественных товаров, улучшить их качество, обеспечить рост эффективности за счет эффекта масштаба.

Для этого важно обеспечить государственную поддержку процесса формирования полной архитектуры национального финансового рынка через разработку Стратегии комплексного развития финансового рынка на среднесрочную и долгосрочную перспективы.

Важным направлением является и дальнейшее развитие национального законодательства в финансовой сфере, включая совершенствование существующего и принятие ряда новых законов и иных нормативных актов, направленных на создание правовых основ для эффективного функционирования финансового рынка в условиях его интеграции в глобальные объединения.

Данный подход частично уже применен при разработке национальных стратегических документов. Так, в частности, в утвержденной Национальной стратегии развития Республики Таджикистан на период до 2030 г., Программе среднесрочного развития Республики Таджикистан на 2016-2020 гг. формированию и развитию отечественного финансового сектора уделено пристальное внимание, разработана долгосрочная дорожная карта [там же; Программа среднесрочного развития..., 2016]. Эти документы предусматривают меры по созданию институтов развития, создание сети новых типов отечественных финансовых институтов, включая частные страховые и пенсионные, инвестиционные, венчурные, хеджевые и

гарантийные фонды и т.д. Последнее является научно обоснованным ответом экспертам-скептикам, негативно оценивающим перспективы развития национальной экономики [Таджикские власти..., 2017, www].

Библиография

1. Ершов М.В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? М.: Экономика, 2011. 295 с.
2. Национальная стратегия развития Республики Таджикистан на период до 2030 года. Душанбе: ООО «Контракт», 2016. 88 с.
3. Программа среднесрочного развития Республики Таджикистан на 2016-2020 годы. Душанбе: ООО «Контракт», 2016. 223 с.
4. Руководство по денежно-кредитной и финансовой статистике. Вашингтон: Международный Валютный Фонд, 2000. 157 с.
5. Сайт Министерства финансов Республики Таджикистан. URL: <http://www.minfin.tj>
6. Сайт Национального банка Таджикистана. URL: <http://www.nbt.tj/ru/>
7. Статистический банковский бюллетень // Национальный банк Таджикистана. 2017. № 278. 128 с.
8. Таджикистан: 25 лет государственной независимости. Статистический ежегодник. Душанбе, 2011. 832 с.
9. Таджикские власти рассчитывают на частные инвестиции в 55 миллиардов долларов до 2030 года // Азия Плюс. 2017. URL: [tps://www.news.tj/news/tajikistan/economic/20170207/tadzhikskie-vlasti-rasschitivyut-na-chastnie-investitsii-v-razmere-55-milliardov-dollarov-do-2030-goda](https://www.news.tj/news/tajikistan/economic/20170207/tadzhikskie-vlasti-rasschitivyut-na-chastnie-investitsii-v-razmere-55-milliardov-dollarov-do-2030-goda)
10. Шарипов Б.М. Роль денежных переводов в обеспечении макроэкономической стабильности экономики Республики Таджикистан // Вестник ЦСИ «Таджикистан и современный мир». 2014. № 3 (41). С. 80-90.

Theoretical aspects of financial market formation in the context of transition of economy of Tajikistan to a new development model

Bakhrom M. Sharipov

PhD in Economics,
Institute of Economics and Demography of the Academy of Sciences
of the Republic of Tajikistan,
734025, 44 Aini av., Dushanbe, Republic of Tajikistan;
e-mail: b_sharipov@mail.ru

Abstract

The article justifies the formation of an investment model of social and economic development of the national economy. The formation of this model is a strategic task in the new stage of globalization of the economy, including Tajikistan's accession to the World Trade Organization. The essence of this model is to transfer the national economy from the consumer development model to the investment one. This requires the complete formation of architecture of the domestic financial market and balanced development of all its internal segments. Only these measures can ensure the effective mobilization of savings and their transformation into financial resources adequate to the needs of the real sector, new opportunities for sustainable development of the national economy on the innovation basis. It is important to provide state support of formation process of the complete architecture of the domestic financial market through the development of a comprehensive strategy of financial market development in the medium and long term. An important aspect is the further development of national legislation in the financial sector, including the improvement of existing

laws and the adoption of several new laws and regulations aimed at creating the legal framework for the effective functioning of the financial market in terms of its integration into global unions.

For citation

Sharipov B.M. (2017) Teoreticheskie aspekty formirovaniya finansovogo rynka v usloviyakh transformatsii ekonomiki Tadjikistana k novej modeli razvitiya [Theoretical aspects of financial market formation in the context of transition of economy of Tajikistan to a new development model]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 7 (10A), pp. 16-29.

Keywords

Financial market, market segments, financial institutions, banks, microfinance institutions, non-bank financial institutions, real sector.

References

1. Ershov M.V. (2011) *Mirovoi finansovyi krizis. Chto dal'she?* [World financial crisis. What is next?]. Moscow: Ekonomika Publ.
2. *Natsional'naya strategiya razvitiya Respubliki Tadjikistan na period do 2030 goda* [The National Development Strategy of the Republic of Tajikistan for the period up to 2030] (2016). Dushanbe: Kontrakt Publ.
3. *Programma srednesrochnogo razvitiya Respubliki Tadjikistan na 2016-2020 gody* [The program of medium-term development of the Republic of Tajikistan for 2016-2020] (2016). Dushanbe: Kontrakt Publ.
4. *Rukovodstvo po denezhno-kreditnoi i finansovoi statistike* [Manual on monetary and financial statistics] (2000). Vashington: International Monetary Fund.
5. *Sait Ministerstva finansov Respubliki Tadjikistan* [The website of the Ministry of Finance of the Republic of Tajikistan]. Available at: <http://www.minfin.tj> [Accessed 12/09/17].
6. *Sait Natsional'nogo banka Tadjikistana* [The website of the National Bank of Tajikistan]. Available at: <http://www.nbt.tj/ru/> [Accessed 16/09/17].
7. Sharipov B.M. (2014) Rol' denezhnykh perevodov v obespechenii makroekonomicheskoi stabil'nosti ekonomiki Respubliki Tadjikistan [The role of remittances in ensuring the macroeconomic stability of economy of the Republic of Tajikistan]. *Tadjikistan i sovremenniy mir* [Tajikistan and the modern world], 3 (41), pp. 80-90.
8. *Statisticheskii bankovskii byulleten'* [Bulletin of banking statistics] (2017). Natsional'nyi bank Tadjikistana [National Bank of Tajikistan], 278, 128 p.
9. *Tadjikistan: 25 let gosudarstvennoi nezavisimosti. Statisticheskii ezhegodnik* [Tajikistan: 25 years of independence. Statistical yearbook] (2011). Dushanbe.
10. Tadjikskie vlasti rasschityvayut na chastnye investitsii v 55 milliardov dollarov do 2030 goda [Tajik authorities count on \$55 billion of private investments up to 2030] (2017). *Aziya Plyus* [Asia Plus]. Available at: <https://www.news.tj/news/tajikistan/economic/20170207/tadjikskie-vlasti-rasschityvayut-na-chastnye-investitsii-v-razmere-55-milliardov-dollarov-do-2030-goda> [Accessed 15/08/17].