08 00 00 ИЛМҲОИ ИҚТИСОДӢ
08 00 00 ЭКОНОМИЧЕСКИЕ НАУКИ
08 00 00 ECONOMY SCIENCES

08 00 01 ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ
08 00 01 ECONOMY THEORY

ББК 65.263.23
УДК 330.322

ФОРМИРОВАНИЕ И ИСПОЛЬЗОВАНИЕ РЫНКА КАПИТАЛА В УСЛОВИЯХ УГЛУБЛЕНИЯ РЫНОЧНЫХ ОТНОШЕНИЙ: ОПЫТ РАЗВИТЫХ СТРАН

Косимова Мархабо Икрамалиевна,
старший преподаватель кафедры информационно-автоматизированных систем ТГУПБП (Таджикистан, Худжанд)

ТАШАККУЛЁБӢ ВА ИСТИФОДАИ БОЗОРИ САРМОЯ ДАР ШАРОИТИ ТАҚВИЯТИ МУНОСИБАТҲОИ БОЗОРӢ: ТАҶРИБАИ ДАВЛАТҲОИ МУТАРАҚҚӢ

Қосимова Мархабо Икромалиевна,
сармуаллимаи кафедраи системаҳои иттиллоотии автоматикунонидашудаи ДДҲБСТ (Тоҷикистон, Хуҷанд)

FORMATION AND UTILIZATION OF CAPITAL MARKET UNDER THE CONDITIONS OF MARKET RELATIONS DEEPENING: FOREIGN EXPERIENCE OF DEVELOPED COUNTRIES

Kosimova Marhabo Ikramaliyevna,
senior lecturer of the department of informative-automatized systems under the TSULBP (Khujand, Tajikistan)
E-MAIL: *gosimovam@mail.ru*

Ключевые слова*: прямые иностранные и портфельные инвестиции, международное движение капитала, организация рынка капитала, инвестиции в иностранные ценные бумаги, потенциал держателей, рынок корпоративных инвестиций, долгосрочное инвестирование*

Рассмотрена эффективность использования прямых иностранных инвестиций на рынке капитала в формирующейся рыночной экономике. исследованы проблемы и тенденции развития международного движения капитала; проанализирован механизм прямых иностранных инвестиций в условиях транзитивной экономики; изучен опыт зарубежных стран в повышении результатов финансовых вложений в предприятия; раскрыто экономическое содержание категории «рынок капитала»; рассмотрены проблемы потенциальных держателей финансового капитала в условиях национальной экономики; изучены проблемы и факторы, препятствующие и способствующие развитию

национального рынка капитала. Утверждается, что развитие национальных рынков капитала зависит от многих внутренних и внешних факторов, но среди них важное место занимают следующие: макроэкономическая стабильность, темпы экономического роста, промышленный потенциал, уровень экономического развития, развитость кредитной системы и рынка ценных бумаг, объем сбережений, накопление денежного капитала и многие другие.

Калидвожаҳо: *сармоягузориҳои бевоситаи хориҷӣ ва маҷмӯӣ, ҳаракати байналхалқии сармоя, ташкили бозори сармоя, сармоягузорӣ ба когазҳои қиматноки хориҷӣ, захираи дорандагони сармояҳои молиявӣ, бозори сармояҳои корпоративӣ, сармоягузории дарозмуддат*

Дар мақола масъалаи самаранокии истифодаи сармоягузориҳои хориҷӣ дар бозори сармоя мавриди таҳлил қарор гирифтааст. Аз ҷумла, муаммоҳо ва тамоюли рушди ҳаракати байналхалқии сармоя тадқиқ карда шудааст; механизми сармоягузориҳои бевоситаи хориҷӣ дар шароити иқтисодиёти транзитивӣ таҳлил гардидааст; таҷрибаи мамлакатҳои хориҷӣ дар баландбардории натиҷаҳои маблаггузорӣ дар корхонаҳо омӯхта шудааст; мафҳуму мӯҳтавои иқтисодии категорияи бозори сармоя кушода дода шудааст; масоили дорандагони эҳтимолии сармояҳои молиявӣ дар шароити иқтисодиёти миллӣ баррасӣ гардидааст; масоили омилҳое, ки ба рушди бозори сармояи миллӣ халал мерасонанд ва мусоидат мекунанд, мавриди омӯзиш қарор гирифтааст.

Таъкид мегардад, ки рушди бозори сармояи миллӣ аз бисёр омилҳои дохилӣ ва берунӣ вобаста аст, ки дар байни онҳо ҳолати устувории макроиқтисодӣ, суръати рушди иқтисодӣ, иқтидори саноатӣ, тараққиёти низоми кредитӣ ва бозори когазҳои қиматнок, ҳаҷми пасандоз, андӯхти сармояи пулӣ ва гайра мавқеи асосиро ишғол менамоянд.

Key words: *direct foreign and portfolio investments, international movement of capital, organization of stock, market investments into foreign valuable papers, potential of financial capitals holders, corporative investitures market, long-term investiture*

The article dwells on effectiveness of utilization of direct foreign investments at the market of stocks in the forming market economy. In particular, the author researched problems and tendencies of the development of international movement of capital; she analyzed a mechanism of direct foreign investments under transitive economy, studied the experience of foreign countries in a rise of the results entailed by financial investments into outfits, disclosed economic content of stock market category, considered the problems of potential holders of financial stock under the conditions of national economy, canvassed problems and factors impeding and promoting the development of national market stock. The place of this development deserves special attention as it depends on multiple internal and external factors, among the latters the following ones are of the greatest importance: macroeconomic stability, tempos of economy growth, industrial potential, economy development standard, developed crediting system and market of valuable papers, amount of savings and amassed monetary stock; a lot of other things being significant as well.

В конце XX века и в начале нового тысячелетия интеграционные процессы в мировой экономике приобретают новые черты и происходят в таких масштабах, которые

охватывают всю мировую экономику. Этот период, наряду с развитием интеграционных взаимоотношений во всех структурах и отраслях экономики, характеризуется также ростом влияния глобализационных процессов на деятельность всех её субъектов. Этот сложный и всеохватывающий процесс, производный от введения открытой экономической политики, международного движения капитала и формирования транснациональных корпораций и финансовых концернов, постепенно оказал давление и на формирование рынка капитала в каждом суверенном государстве.

Если рассматривать историческую ретроспективу, то можно подчеркнуть, что вывоз капитал имел место и в ранние периоды развития капиталистического способа производства, до начала второй половины XX века, но он осуществлялся в основном в рамках колоний. Однако начиная со второй половины прошлого века и по настоящее время в странах мира широкое развитие получил экспорт капитала, который характеризует экономическую мощь вывозящих его стран. Говоря иначе, сегодня капитал вывозят не только промышленно развитые страны, но и новые индустриальные государства и страны-экспортеры нефти. Наглядный пример: Китай, Россия и др.

Следует отметить, что производительный капитал носит также название «предпринимательский капитал» и состоит из двух групп: прямые иностранные и портфельные инвестиции.

В экономике Таджикистана влияние международного движения капитала серьёзно проявилось в годы суверенитета. Согласно официальным источникам, в нашей республике более широкое распространение получили официальные формы международного движения капитала, нежели частные.

По характеру международного движения капитала в стране широкое развитие получила его вторая разновидность, то есть форма ссудного капитала, нежели прямые иностранные инвестиции. Например, по некоторым оценкам, государственный долг Таджикистана в 2015 году составлял более 2 771 млрд долларов США.

На протяжении последних трех лет объем прямых иностранных инвестиций в мировом масштабе имеет тенденцию к снижению. Однако в структуре ПИИ доля развитых стран устойчиво снижается, а доля развивающихся стран и государств переходного периода постепенно растет. Ради справедливости следует отметить, что пока доля стран СНГ составляет крайне низкие величины в общей структуре ПИИ в мире. Об этом свидетельствуют данные таблицы 1.

Таблица 1. *Направления движения ПИИ (в %)*

	2000	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Развитые страны	79	51,8	38,8	39,0	40,1	41,3	43,1
Развивающиеся страны	19	42,6	54,8	53,6	51,4	53,5	54,7
Страны с переходной экономикой	2	5,6	6,3	7,4	8,5	5,2	2,2

Составлено автором на базе: World investment report 2016: Investing in the SDGs: an action plan. – New York and Geneva, UNITED NATIONS, 2017. – P.19.[5]

В целом можно отметить, что состояние и динамика международного движения капитала имеет прямое воздействие на состояние национального рынка капитала в странах мира. Говоря иначе, в условиях открытости экономики интеграционные процессы, особенно связанные с производством товаров и оказанием услуг, в определенной степени

способствуют расширению функций местных рынков капитала, т.е., влияя на функционирование этих рынков, интеграционные процессы либо усиливают, либо ослабляют деятельность сегментов рынка капитала.

Рост интеграционных процессов в странах мира по объективным причинам обусловил либо приток, либо отток крупных капитальных средств, что в определенной степени способствовало развитию той или иной страны. В данном контексте следует подчеркнуть, что в годы суверенитета ускоренный характер интеграционных процессов в экономике Таджикистана способствовал увеличению объёма привлеченных в республику иностранных инвестиций.

В современной экономической литературе совершенно справедливо отмечено, что развитие национальных рынков капитала зависит от многих внутренних и внешних факторов, но среди них важное место занимают следующие: макроэкономическая стабильность, темпы экономического роста, промышленный потенциал, уровень экономического развития, развитость кредитной системы и рынка ценных бумаг, объем сбережений, накопление денежного капитала и многие другие. Среди них главное место занимает уровень развитости экономики. По этому критерию первое место занимают США, за ними следуют Япония и страны Западной Европы, в которых находятся мощные институты рынка капитала. Однако хотелось бы отметить, что между рынками капитала этих стран имеются достаточно явные отличительные черты.

С этой позиции сначала рассмотрим опыт США, поскольку США по уровню экономического развития пока находятся на передовой позиции и имеют достаточно большой опыт в организации рынка капитала в мире. Российский специалист А.В. Лукашов отмечает, что рынок капитала США является наиболее мощным в мире, что позволяет ему оказывать существенное влияние на мировой рынок капитала. Он подчеркивает, что «современное законодательство США по ценным бумагам и рынкам капитала основано на законах 1930-х гг., которые были приняты в период работы администрации президента Франклина Д. Рузвельта и являлись реакцией на крах фондового рынка в 1929 г. и последовавшую за ним Великую депрессию». [1, с. 15]

Ученые - экономисты выделяют три особенности рынка капитала США:

1. Широкую интернационализацию, то есть в американской экономике действует множество крупнейших иностранных банков или их отделений, филиалов или инвестиционных фондов, представляющих страны Западной Европы, Японию, новые индустриальные арабские, латиноамериканские и азиатские страны.

2. Разветвленность - рынок капитала США состоит из двух мощных структур (кредитной системы и рынка ценных бумаг). Денежный рынок США состоит из крупнейших коммерческих банков и Федеральной резервной системы. Все они активно проводят операции на открытом рынке, реализуют денежно-кредитную политику США и воздействуют на деятельность крупнейших валютных рынков мира. В США действует Нью-Йоркская валютная биржа, где среднесуточный оборот превышает 200 млрд долл.

3. В США в течение многих лет разрабатывается и реализуется уникальный способ регулирования рынка капитала. Он состоит из двух звеньев: 1-я структура - органы государственного контроля SEC (Комиссия по ценным бумагам США); 2-я структура - специальные органы контроля в штатах. Одной из особенностей рынка ценных бумаг США является апробированная и налаженная система регулирующего законодательства.

По некоторым оценкам, законодательство США в области фондового рынка наиболее жесткое и эффективное в мире, что обеспечило его прозрачность и регулируемость.

4. Высокая концентрация денежного капитала. Общепризнано, что пенсионные фонды и страховые компании США обладают самыми большими источниками долгосрочных капиталов. Объем торгов на биржах США каждый день превышает 50 миллиардов долларов. [2] Наиболее полное описание американского рынка капитала следующее: «Рынки капитала США крупнейшие в мире. Американские пенсионные фонды вместе со страховыми компаниями являются самыми большими источниками долгосрочного капитала. Однако американские розничные инвесторы весьма консервативны и предпочитают инвестировать в ценные бумаги компаний, чьи акции продаются на местных биржах. Многие институциональные инвесторы имеют жесткие ограничения на инвестиции в иностранные ценные бумаги. Поэтому лучшим способом для иностранных, в том числе российских, компаний привлечь американские капиталы является выход на американские рынки в соответствии с привычными для американских инвесторов категориями ценных бумаг, регулируемых нормами законодательства США». [2. с. 15]

Все это обусловило то, что конъюнктурная ситуация на рынке капитала США посредством механизма изменения курса ценных бумаг, процентных ставок и миграции денежных потоков оказывает непосредственное влияние на состояние рынка капитала почти всех развитых и большинства развивающихся государств мира. Например, из-за банкротства многих коммерческих банков США в 1929-1933 гг., во время «Великой депрессии», в середине 70-80-х гг. XX века, когда в США произошел рост процентных ставок из-за стагфляции, кризис 2008-2009 гг. на фондовых биржах и т.д. оказал сильное отрицательное влияние на рынки капитала Японии и стран Западной Европы, что в конечном итоге определило содержание кризисной ситуации в мире.

Мировая практика показывает, что на модель развития национальных рынков капитала оказывают влияние состояние и потенциал держателей финансового капитала. Но при этом нельзя забывать и об особенностях каждой отдельной страны. В частности, к таким особенностям развития Таджикистана можно отнести то, что держатели финансовых средств в нашей стране обладают небольшим капиталом. Это означает, что инвесторы являются некрупными и предъявляют спрос в основном на небольшие проекты. С этой позиции, на текущем этапе развития в целях расширения объема средств на рынке капитала в перспективе необходимо принять меры по привлечению средств домохозяйств путем создания благоприятной ситуации на рынке ценных бумаг. Это позволит, с одной стороны, связать свободные средства населения с полезными проектами, с другой стороны, расширить базу средств долгосрочного кредитования. Но при этом проявляется недостаток данной формы получения средств: мелкие инвесторы склонны к панике и малейшее изменение конъюнктуры рынка может негативно отразиться на их поведении. Следовательно, расширение потенциала рынка капитала за счет привлечения средств домохозяйств должно сопровождаться защитными мерами за счет диверсификации страховых услуг. Крупные участники рынка капитала в зависимости от возможности зарабатывания прибыли будут самостоятельно участвовать в деятельности местных рынков инвестиционных ресурсов. Об этом в экономической науке написано следующее: «В экономике любого типа встает дилемма: потратить деньги сегодня на удовлетворение определенных нужд либо вложить их «в дело» с перспективой развития производства.

Понятно, что чем более прибыльными будут казаться вложения, тем более охотно отказываются от текущего потребления (как производительного, так и личного) в пользу накопления. Это касается и отдельных предприятий, и общества в целом. В командной экономике проблема выбора между текущим потреблением и накоплением существовала скорее умозрительно и была выражена более или менее явно на уровне общественного воспроизводства. Для отдельного производителя такой вопрос в принципе не стоял. Распределение прибыли осуществлялось в соответствии с установленными нормативами, а техническое перевооружение проводилось преимущественно за счет централизованного финансирования». [3, с. 163]

Опыт зарубежных стран, особенно развитых государств Европы, свидетельствует, что доминирующим среди источников инвестиций является самофинансирование. В частности, этот показатель в Италии составляет 52,5 %, в Германии - 54,5 % и т.д. Если судить о доле внешних источников инвестирования в этих странах, то ситуация выглядит немного иначе. Например, в Германии кредиты, получаемые от банков, являются основным источником внешнего инвестирования (82,1 %), в этой структуре долгосрочные кредиты составляют 54,5 %. [4, с. 121] Это вполне объяснимо, так как в условиях развитой рыночной экономики Германии, где банковская структура работает более стабильно, у немецких предприятий имеется доступ к банковским ресурсам и в периоды спада.

Ради справедливости следует отметить, что доминирующую позицию во внешнем инвестировании почти во всех странах Европы пока занимают именно институциональные составляющие, т.е. заметную долю имеют банковские кредиты. В отличие от германо-английской модели размещения капитала, во французской экономике заметные величины составляют и коммерческие кредиты между предприятиями (более 25 %), т.е. взаимное кредитование французских предприятий заметно в общей сумме внешнего инвестирования. Это имеет свои минусы и плюсы. Позитивность заключается в том, что национальные предприятия поддерживают друг друга через непосредственное участие в процессе капитализации их деятельности и выступают в качестве пайщика, претендующего на долю в собственности. Негативность заключается в том, что рост взаимной задолженности французских предприятий может привести к взаимозависимости и развитию «экономической задолженности».

В целом в конце XX – начале XXI века в странах мира рынок капитала по объективным и субъективным причинам подвергается кардинальным изменениям. К такого рода изменениям можно отнести то, что вместо прямых вложений в реальный сектор (рынок материальных ценностей) постепенно широкое развитие получают финансовые операции (рынок финансовых активов). Заметное место в структуре рынка капитала имеет также так называемый рынок интеллектуальной собственности. С одной стороны, названные тенденции позволили большинству индустриальных стран мира достичь позитивных экономических показателей в решении многих социально-экономических проблем. С другой стороны, в этих странах созданы предпосылки для развития кризисных ситуаций, связанных с активизацией спекулятивных операций. Это значит, что уязвимость экономической стабильности возрастает еще больше.

На основе изучения опыта развитых стран следует подчеркнуть, что в каждой стране при формировании рынка капитала следует учитывать собственные специфические

условия развития национальной экономики в контексте реализации стратегических целей государства и успешной интеграции в мировую экономику.

Ретроспективная практика стран мира показывает, что совершенствование деятельности рынка капитала может быть осуществлено на основе обеспечения благоприятной инвестиционной среды и ее интеграции в мировую экономику. С этой позиции в условиях углубления рыночных отношений в странах постсоветского пространства не снижается актуальность государственных методов управления развитием экономики. При этом государство как реформатор в первую очередь должно быть заинтересовано в создании и функционировании всех сегментов рынка капитала, и это может стать залогом роста экономической активности и благополучия страны в перспективе. В этом аспекте тщательное изучение и перенимание опыта зарубежных стран, адекватного условиям республики, в плане развития отдельных сегментов рынка капитала в Таджикистане позволит выработать меры по активизации инвестиционной деятельности как важнейшего фактора обеспечения устойчивости развития экономики.

Список использованной литературы:

1. *Лукашов А.В. Привлечение капитала иностранными компаниями в рынок капитала США [Текст]/А.В. Лукашов//Управление корпоративными финансами. - 2008. - №5. – С. 15.*
2. *Финансовая система США / Мировая экономика, финансы и инвестиции [Электронный ресурс]. - Режим доступа: http://www.globfin.ru/articles/finsyst/us2.htm. - Дата доступа: 17.10.2011; Нью-Йорк как международный финансовый центр [Электронный ресурс] / Режим доступа: http://fin-result.ru/finansovyj-rynok7.html - Дата обращения: 16.10.2011.*
3. *Теория переходной экономики: учебное пособие / Под ред. И.П. Николаевой– М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 487 с.*
4. *Рубцов Б.Б. Финансовый рынок Германии [Текст] / Б.Б. Рубцов//Портфельный инвестор. - 2008. - №7-8. – С. 121.*
5. *World investment report 2015: Investing in the SDGs: an action plan. – New York and Geneva, UNITED NATIONS, 2016. – P. 17.*

Reference Literature:

1. *Lukashov A.V. Attraction of Capital into the USA Stock Market by Foreign Companies // A.V. Lukashov // Management with Corporative Finances. – 2008, #5. – p. 15.*
2. *The USA Financial System // World Economics, Finances and Investitures [Electronic resources]: http://www.globfin.ru/articles/finsyst/us2.htm. Availability date: 17.10.2011; New-York as International Financial Centre [Electronic resources] // Regime of availability http://fin-result.ru/finansovyj-rynok7.html Date of request: 16.10. 2011.*
3. *The Theory of Transitive Economy: manual // Under the editorship of Nikolayeva I.P. – M.: UNITY-DANA, 2001. – 487 pp.*
4. *Rubtsov B.B. Financial Market of Germany // B.B. Bubtsov // Portfolio Investor. – 2008, ## 7 – 8. – p. 121.*
5. *World investment report 2015: Investing in the SDGs: an action plan. – New York and Geneva, UNITED NATIONS, 2016. – P. 17.*