



**РАЗВИТИЕ  
КОНКУРЕНЦИИ  
НА ФИНАНСОВЫХ  
РЫНКАХ УЗБЕКИСТАНА**

**ТАШКЕНТ**

**МИНИСТЕРСТВО ВЫСШЕГО И СРЕДНЕГО СПЕЦИАЛЬНОГО  
ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН**

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ**

**Р.И. КАЮМОВ, А.Р. ВАЛИЖОНОВ,  
И.С. ХОТАМОВ, Ф.У. МАДАМИНОВ**

**РАЗВИТИЕ КОНКУРЕНЦИИ НА  
ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ  
УЗБЕКИСТАНА**

*МОНОГРАФИЯ*

*Посвящается 90 летию университета*

**Ташкент - 2021**

УДК 336.

ББК 65.262.531

**Р.И. Каюмов, А.Р. Валижонов, И.С. Хотамов, Ф.У. Мадаминов.**  
**Развитие конкуренции на финансовых рынках Узбекистана.** Монография /  
под ред. Р.И. Каюмова. – Ташкент: «Инновацион ривожланиш нашриёт-матбаа  
уйи», 2021. – 284 с.

Монография подготовлена авторским коллективом: введение, параграфы 1.1, 1.2, 1.2.1, 1.2.2, 1.2.4, 1.2.5, 2.1, 2.2, 2.3.1, 2.4, 3.1, 4.1, 4.3, 4.4, заключение – Каюмов Р.И.; параграфы 1.3, 2.3.4, 3.2.3, 4.2, 4.5 – Валижонов А.Р.; параграфы 2.3.2, 3.2.2, 4.6 – Хотамов И.С.; параграфы 1.2.3., 3.2.1, – Мадаминов Ф.У.

*В монографии рассматривается сущность понятия финансовый рынок, уточняется его структура, раскрывается отличие понятия «финансовая услуга» от понятия «финансовый рынок». Предложен подход к сегментации финансовых рынков для определения состояния развития конкурентных отношений между ними и внутри каждого из них. Разработаны научно-обоснованные предложения по развитию финансовых рынков республики, расширению конкуренции на них, совершенствованию их регулирования.*

*Предназначен для преподавателей вузов, соискателей, и студентов, а также практических работников финансово-кредитных учреждений, интересующихся вопросами развития финансовых рынков.*

**Монография подготовлено в рамках практического гранта № ФЗ-2019081471 по теме «Определение значений пороговых индикаторов и разработка программного обеспечения экономической безопасности».**

**Ответственный редактор: доц. И.А.Якубов**

**Рецензенты:**

А.С. Усманов - д.э.н., проф., заведующий сектором в НИЦ «Научные основы и проблемы развития экономики Узбекистана» при ТГЭУ

И.Л. Бутиков - д.э.н., проф., директор Центра исследований проблем приватизации, развития конкуренции и корпоративного управления при Агентстве по управлению государственными активами Республики Узбекистан

*Рекомендовано к печати решением Совета Ташкентского государственного экономического университета №7, от 2 марта 2021 года.*

**ISBN 978-9943-7134-1-3**

**© Р.И. Каюмов, А.Р. Валижонов, И.С. Хотамов, Ф.У. Мадаминов. 2021.**

**© «Инновацион ривожланиш нашриёт-матбаа уйи», 2021.**

## Содержание

ВВЕДЕНИЕ.....	6
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА.....	8
1.1. Этапы развития и современные школы экономической теории функционирования финансового рынка .....	8
1.2. Основные подходы ученых экономистов к раскрытию сущности финансового рынка.....	18
1.2.1. Подходы к определению сущности финансового рынка исходя толкования финансов как экономической категории .....	19
1.2.2. Сущность финансового рынка исходя из объектов торговли на нем....	32
1.2.3. Определение сущности финансового рынка по его составу .....	43
1.2.4. Функциональный подход к раскрытию сущности финансовых рынков	49
1.2.5. Сущность финансовых рынков и базовые основы их эффективного функционирования в Узбекистане.....	57
1.3. Отличие понятия «рынок финансовых услуг» от понятия «финансовый рынок».....	61
ГЛАВА 2. СЕГМЕНТАЦИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА, НАУЧНОЕ ОБОСНОВАНИЕ КАЖДОГО СЕГМЕНТА .....	77
2.1. Методологические основы сегментации рынков.....	77
2.2. Методологические подходы к решению проблемы структуризации и сегментации финансового рынка .....	89
2.3. Сегментация финансового рынка, научное обоснование каждого сегмента .....	101
2.3.1. Научно-методическое обоснование сегментации рынка ценных бумаг	101
2.3.2. Структурирование страхового рынка .....	124
2.3.3. Научно-методологический подход к сегментации кредитного рынка	138
2.3.4. Валютный рынок и его сегментация .....	148
2.4. Взаимосвязь и взаимозависимость сегментов финансового рынка.....	152
ГЛАВА 3. ОЦЕНКА ТЕКУЩЕГО СОСТОЯНИЯ КОНКУРЕНЦИИ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ УЗБЕКИСТАНА.....	171
3.1. Оценка состояния конкуренции и взаимосвязи между сегментами финансового рынка.....	171
3.2. Оценка конкуренции внутри сегментов финансового рынка.....	179
3.2.1. Анализ состояния конкуренции на рынке ценных бумаг .....	179
Таблица 3.5 – Объем операций рынка ценных бумаг по основным сегментам.....	181
3.2.2. Анализ состояния конкуренции на страховом рынке .....	194

3.2.3. Анализ состояния конкуренции на кредитном рынке.....	206
<b>ГЛАВА 4. ПУТИ РАЗВИТИЯ КОНКУРЕНЦИИ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ УЗБЕКИСТАНА .....</b>	<b>221</b>
4.1. Обоснование подхода к формированию путей развития конкурентных отношений на финансовых рынках Узбекистана.....	221
4.2. Необходимость совершенствования законодательства по регулированию деятельности финансовых рынков .....	227
4.3. Вопросы создания мегарегулятора финансовых рынков в Узбекистане	240
4.3.1. Зарубежный опыт введения мегарегулятора финансовых рынков .....	240
4.3.2. Оценка целесообразности создания системы мегарегулирования в Узбекистане .....	252
4.4. Создание условий эффективного функционирования фондового рынка Узбекистана .....	257
4.5. Пути улучшения деятельности кредитного и валютного рынков.....	264
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....</b>	<b>285</b>
<b>СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ .....</b>	<b>288</b>

## Введение

Общественные и экономические преобразования в Узбекистане, определенные Стратегией действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах, предполагают ускоренное и многогранное развитие системы услуг: личных, социально – культурных, бытовых, интеллектуальных, деловых, и т.д. Пока наша республика отстает от индустриально развитых стран практически по всем показателям состояния и развития сферы услуг. Тогда как дальнейшее динамичное развитие страны, ее интеграция в мировую экономику требуют многократного увеличения сети сферы услуг и, самое главное, особенно тех секторов и подсекторов, которые определяют функционирование рыночной экономики.

Особую роль в формировании конкурентоспособности отечественной экономики и повышении результативности производства играет способность финансового рынка мобилизовать значительные объемы свободного капитала и оперировать ими. Речь идет о разнообразии механизмов финансирования и инвестирования, а также предоставления финансовых услуг инвесторам профессиональными участниками финансового рынка.

К вопросу реформирования финансового сектора Центральный Банк подходит с позиции решения двух взаимосвязанных задач: 1) обеспечение стабильности банковского сектора с упором на улучшение конкурентной среды и создание условий для развития небанковского финансового рынка; 2) передача через банковскую систему влияния денежно-кредитной политики на экономику.

Финансовый рынок играет значительную роль в движении денежного капитала обеспечивающего экономический рост. Однако важнейшие аспекты формирования и развития этого рынка как целостной системы не получили должного освещения в научной литературе и сам рынок рассматривается фрагментарно с точки зрения банковского, страхового и инвестиционного сегментов. В тоже время высокая динамичность процессов протекающих на финансовом рынке обуславливает необходимость комплексного его

рассмотрения с использованием системного подхода и разработкой необходимого понятийного аппарата и методологического инструментария.

С первых лет независимости нашей республикой и по настоящее время процессы преобразований на отечественном финансовом рынке не являются однонаправленными и однозначными. Принимаемые нормативно-правовые документы по развитию сегментов финансового рынка носят противоречивый характер, во многих случаях является недоработанными, установленные в них меры, инструменты и способы регулирования научно не обоснованы, имеется путаница в терминологии. В результате чего эти документы оказывают слабое, а иногда даже и негативное влияние на развитие финансовых рынков и конкурентных отношений на них.

Отечественными учеными экономистами и правоведами недостаточно уделяется внимания проблемам развития конкуренции, формирования конкурентной среды и регулирования товарных, в особенности, финансовых рынков. В основном исследования осуществлялись по вопросам развития конкуренции на отдельных сегментах финансового рынка или были направлены на решение определенных задач в сфере их регулирования.

Все это обуславливает необходимость комплексного исследования сущности финансового рынка, оценки состояния конкуренции между его сегментами и внутри них, выявления тенденций его развития, как в целом, так и в разрезе отдельных сегментов, разработке научно-обоснованных предложений по качественному развитию финансового рынка республики, расширению конкуренции, как между сегментами самого этого рынка, так и внутри них, а также совершенствованию их регулирования.

## Глава 1. Теоретические основы финансового рынка

### 1.1. Этапы развития и современные школы экономической теории функционирования финансового рынка

Для определения назначения финансового рынка в экономической системе представляется целесообразным изучение предпосылок его появления и развитие его функционального назначения. Первыми прообразами финансового рынка можно считать возникновение в Месопотамии «деловых домов», выполнявших функции первых банков, еще в VI веке до нашей эры<sup>1</sup>. Они осуществляли прием и выдачу вкладов, выдавали ссуды, производили расчеты между вкладчиками. Ссуда давалась под залог, в качестве которого мог выступать раб, дом, какое-либо имущество, участок земли. Кредитные отношения также существовали в древней Индии в II веке до н.э. – III веке н.э. Размер процентов зависел от характера ссуды. Так ссуда на торговые операции давалась под 5%, а в случае особо опасных путешествий – под 10%. Ссуды давались под поручительство или под залог. Залог мог выступать просто гарантией выполнения обязательств или способом получения прибыли. В последнем случае пользование предметом залога могло обеспечить погашение долга и возвращение залога обратно владельцу.

Появление практики получения дохода за выдачу денежных ссуд вначале было воспринято мыслителями негативно. Такая деятельность именовалась ростовщичеством. Аристотель считал ростовщическую деятельность противоестественной. Эту мысль у него позаимствовали средневековые ученые-схоласты. Фома Аквинский также осуждал ростовщичество, утверждая, что «деньги не рожают деньги». Церковь уже в период раннего средневековья смогла распространить отрицательное отношение к проценту и добиться издания законов, запрещающих ростовщичество. Богословы раннего

---

<sup>1</sup> Всемирная история экономической мысли. Т.1 : От зарождения экономической мысли до первых теоретических систем политической экономии / под ред. И. П. Фаминского. М.: Мысль, 1987. - с.66



средневековья и католическая церковь однозначно определяли ростовщичество как грех<sup>2</sup>.

Борьба с ростовщичеством продолжалась на протяжении всего средневековья. Активно боролись с ростовщичеством и византийские церковные теоретики, представления которых проникли в светское законодательство в виде различных ограничений и требований упразднить процент вообще. В XIV веке византийский богослов Николай Кавасила в своих трактатах «О ростовщичестве» и «Против ростовщичества» развивал идею об обязательности труда для всех и безнравственности ростовщичества, поскольку последнее позволяло получать доходы в виде процента без всякого труда. Но его призывы были бесполезными, поскольку в этот период уже началось зарождение элементов биржи и коммерческого кредитования<sup>3</sup>. Основу этим процессам заложили кредитные деньги, возникновение которых связано с функцией денег как средство платежа, где деньги выступают обязательством, подлежащим погашению через оговоренный срок действительными деньгами. Кредитные деньги прошли следующий путь развития: вексель, переводной вексель, банкнота, чек.

Первые упоминания о векселях относятся к 1160–1200 гг. н. э. В то время в Англии стали использоваться деревянные таблички в качестве средства кредитования. В XI–XII в. векселя активно использовались в Италии во время проведения торговых ярмарок. В Российской империи законодательное оформление вексельного обращения связано с введением в действие Вексельного устава в 1729 г. В настоящее время форма векселя, порядок его выставления, оплаты обращения, права и обязанности сторон регулируются нормами национального вексельного законодательства, которое основывается на Едином вексельном законе (ЕВЗ), принятом Женевской вексельной конвенцией в 1930 г.<sup>4</sup>

---

<sup>2</sup> Дубянский А. Н. Культурный аспект ростовщичества и процента // Журнал институциональных исследований. 2012. № 4. - с.35-36

<sup>3</sup> Всемирная история экономической мысли. Т.1 - с.171-187

<sup>4</sup> Свиридов О.Ю. Финансы, денежное обращение, кредит: 100 экзаменационных ответов.

Однако, несмотря на ряд преимуществ, присущих вексельному обращению, оно имеет все-таки ограниченный характер в силу того, что в него входит, как правило, узкий круг лиц, уверенных в платежеспособности векселедателя и индоссантов. Поэтому в обращение появились банкноты.

Банкнота – это обязательство банка. Банкнота отличается от векселя по двум важным моментам:

- во-первых, по срочности, так как вексель есть срочное долговое обязательство, а банкнота – бессрочное долговое обязательство;

- во-вторых, по обеспеченности, т. е. вексель выпускается в обращение отдельным юридическим или физическим лицом и имеет индивидуальную гарантию, а банкнота выпускается в обращение центральным банком страны и имеет государственную гарантию.

Из истории денег известно, что первые европейские банкноты в 1661 г. выпустил банк Швеции. Банкноты, эмиссия которых регламентировалась государством, появились в Англии в 1694 г.

Самые известные банкноты того времени были выпущены во Франции. В 1705 г. шотландец Джон Ло опубликовал работу, в которой доказывал, что бумажные деньги, эмитируемые и контролируемые государственным банком, способны благотворно повлиять на экономику. Предложение Дж. Ло нашло поддержку во Франции, где в 1716–1720 гг. он организовал частный банк для выпуска ассигнаций. Данная история примечательна тем, что это была первая в Европе эмиссия фактически ничем не обеспеченных банкнот.

Следующим кредитным орудием является чек, который появился позже, чем вексель и банкнота, с созданием коммерческих банков и сосредоточением денежных средств на текущих счетах. Впервые чеки появились в XVI – XVII вв. в Великобритании и Голландии<sup>5</sup>.

---

Изд. 2-е, переработанное. – М.: ИКЦ «МарТ»; Ростов н/Д: Издательский центр «МарТ», 2006. – 208 с.

<sup>5</sup> Финансы и кредит : учебное пособие / коллектив авторов ; под ред. О.И. Лаврушина. - 3-е изд., перераб. и доп. - М. : КНОРУС, 2012. -320 с. – (Среднее профессиональное образование).

Все это привело к возникновению новых взглядов на роль кредита и кредитных денег в экономике. В трудах ученых критиков меркантилизма в XVII – начале XVIII века появляется первое понимание капитала и процента. Английский экономист Дадли Норс указывает на различие денег в качестве средства обращения и денег в качестве капитала. Он выступал против хранения денег в виде сокровищ и считал, что деньги становятся капиталом только в движении<sup>6</sup>. Также Д. Норс первым раскрыл правильное понимание сущности процента. Он представлял процент на капитал аналогично земельной ренте, высказывался за развитие торговли и производительное использование денег, как главного фактора, способствующего снижению процентной ставки.

Дальнейшее развитие теория процента получила в начале XIX века в трудах экономиста Джона С. Милля. В трактате «Основы политической экономии» Милль уделял особое внимание кредиту, давал рекомендации государственному банку по регулированию учетных ставок<sup>7</sup>. Законченность теория процента приобрела у австрийского экономиста Ойгена фон Бём-Баверка. Эту проблему он рассмотрел в работе «Капитал и прибыль» (1879 г.). По его мнению, процент возникает из-за отказа от текущего дохода в пользу будущего, и возможность иметь доход сегодня получает оценку в виде нормы процента. Таким образом, Бём-Баверк связал происхождение процента с фактором времени<sup>8</sup>.

Карл Маркс в «Капитале» высказывает мысль о том, что развитие кредита и акционерных обществ привело к возрастанию роли биржи и появлению формы фиктивного капитала, представленного в акциях, облигациях и других ценных бумагах, и приносящего доход в виде процента или дивиденда. Позже Фридрих Энгельс, намереваясь написать продолжение «Капитала», в своей рукописи сделал вывод, что после 1865 года «наступило изменение, которое

---

<sup>6</sup> Норс Д. Очерки о торговле, трактующие главным образом вопросы о процентах, чеканке, обрезе, увеличении денег // Меркантилизм. Л. 1935. - с.307-308

<sup>7</sup> Милль Дж. С. Основы политической экономии: пер. с англ. М. : Прогресс, 1980. - с.261

<sup>8</sup> Экономическая история мира: в 6 томах. Т.3/ под ред. М. В. Конотопова. М.: КноРус, 2008. - с.143-146

придает бирже значительно возросшую и все растущую роль и которое в своем дальнейшем развитии имеет тенденцию концентрировать в руках биржевиков все производство, как промышленное, так и сельскохозяйственное, и все обращение»<sup>9</sup>. Другим свидетелем происходивших в это время сдвигов в экономике был Рудольф Гильфердинг. В своей книге «Финансовый капитал» (1910) он проанализировал новые явления, связанные с развитием кредита и образованием акционерных обществ, дал развернутое описание фондовой биржи и механизма биржевой спекуляции. Исследуя процесс концентрации капитала в собственности крупных банков, сливавшихся с промышленным производством, Р. Гильфердинг определил термин «финансовый капитал»: «Банковский капитал, следовательно, капитал в денежной форме, который таким способом в действительности превращен в промышленный, я называю финансовым капиталом»<sup>10</sup>.

Изменения в экономике в том же направлении происходили и в России. В 1864 году был основан первый акционерный банк, а в середине 70-х гг. действовало уже 39 акционерных банков. Фондовые биржи в России были запрещены до 1900 года, в котором был основан фондовый отдел Петербургской товарной биржи. Акционерные общества законом также не допускались. До 1871 года были разрешены только именные акции, которыми нельзя было торговать на бирже. Массовый переход к акционерной форме предпринимательства начался после отмены крепостного права, а к этому моменту действовало уже 80 акционерных компаний<sup>11</sup>.

Таким образом, закончился определенный период в эволюции финансового рынка. На данном этапе происходило осмысление свойства денежного капитала приносить доход в виде процента, в результате которого пришло понимание необходимости постоянного движения капитала с целью его приумножения. Данное обстоятельство послужило толчком к следующему

---

<sup>9</sup> Маркс К., Энгельс Ф. Сочинения. Т. 21. - с.484

<sup>10</sup> Хрестоматия по экономической теории/ сост. Е. Ф. Борисов. М.: Юристъ, 1997. - с.364-368

<sup>11</sup> Экономическая история мира: в 6 томах. Т. 3. С. 199–201.

этапу развития финансового рынка, на котором основное внимание было обращено к выработке стратегий оптимального инвестирования.

Обозначенный период относится к 20-30 гг. XX века. Труды экономистов этого периода – И. Фишера, Ф. Найта и Дж. Хикса – оказали наибольшее влияние на последующее развитие теории капитала<sup>12</sup>.

В концепции И. Фишера вообще не рассматривается вопрос о возрастании капитала. Возможность инвестиционного проекта обеспечивать поток доходов является постулатом и выступает исходным пунктом для дальнейших рассуждений. В теории И. Фишера также просматривается трактовка капитала как вложения в ценные бумаги, обеспечивающие последующий регулярный приток доходов. Ф. Найт исследовал понятия «риск» и «неопределенность», в связи с которыми рассматривал процесс образования прибыли. Дж. Хикс анализировал функционирование капитала, ограничиваясь деятельностью отдельной фирмы, стремящейся к максимизации своего дохода. Особую роль в его теории играли ценовые ожидания предпринимателей.

Значимый вклад в формировании теории инвестирования внес выдающийся английский экономист Джон Мейнард Кейнс. В своем основном научном труде «Общей теории занятости, процента денег», опубликованном в 1936 году, он анализирует сущность инвестиций, мотивы, побуждающие к инвестированию, возникающие на рынке инвестиций риски. В его теории «масштаб инвестиций зависит от отношения между нормой процента и графиком предельной эффективности капитала, связывающим эту величину с размером текущих инвестиций, причем предельная эффективность капитала отражает отношение между ценой предложения капитального имущества и его ожидаемым доходом»<sup>13</sup>. По мнению Дж. М. Кейнса, большое значение для определения предельной эффективности капитала имеет «уверенность» в прогнозируемом ожидаемом доходе, которая является чувствительной к

---

<sup>12</sup> Всемирная история экономической мысли. Т.4: Теории социализма и капитализма в межвоенный период / под ред. В. В. Орешкина. 1990. С. 447–448.

<sup>13</sup> Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег: пер. с англ. М.: Гелиос АРВ, 1999. С. 78.

событиям и тенденциям организованного рынка инвестиций. Он также называет факторы, приводящие к непрочности прогнозов, среди которых массовая психология участников рынка и деятельность профессиональных биржевых игроков. Кейнс обращает внимание на то, что по мере совершенствования организации рынков инвестиций, вырастает опасность преобладания спекулятивных сделок над предпринимательскими.

Подводя итог еще одного периода в развитии финансового рынка, следует отметить, что на данном этапе он стал восприниматься как механизм сбережения и накопления. Поэтому рассмотренный этап был связан с развитием теорий оптимального инвестирования.

Следующий период в эволюции финансового рынка начался со второй половины XX века и длится по настоящее время. С конца 1970-х гг. начинается бурный рост масштабов финансового рынка, происходит революционное развитие финансовых теорий, разрабатываются новые инструменты. Ю.Я. Ольсевич выделяет следующие характеристики развития финансового рынка в данный период:

*Универсализация функций финансовых организаций.* Сложились тенденции к тому, чтобы взамен целого ряда финансовых организаций, выполнявших отдельные функции (коммерческие банки, инвестиционные банки, брокерские фирмы и др.), стали создаваться новые структуры финансовых посредников, стремящиеся удовлетворить все возможные потребности своих клиентов в финансовых услугах.

*Развитие рынка производных ценных бумаг (деривативов).* Рынок деривативов позволил финансовым организациям перераспределять различные виды рисков, создавая новые инструменты, и, тем самым, привлекать клиентов.

*Новая ступень концентрации финансового бизнеса.* Крупнейшие банки, страховые общества и другие финансовые посредники превращаются в транснациональные корпорации, имеющие клиентов по всему миру.

*Слияние достижений финансовой теории и инженерно-вычислительной науки с практикой финансовых рынков.* Научные достижения в области

финансов позволили найти множество новых финансовых инструментов и эффективных методов решения финансовых проблем. Начиная с 1981 года, за достижения в области финансовой теории Нобелевскими премиями были отмечены 8 экономистов<sup>14</sup>.

На основе вышеприведенного материала можно согласиться с Е.В. Аристовой в том, что развитие финансового рынка следует представлять в виде не линейной, а скорее экспоненциальной зависимости. Причем эта зависимость проявляется в различных аспектах: длительности выделенных периодов, появлении элементов инфраструктуры финансового рынка, росте числа сделок и числа участников, развитии финансовых теорий<sup>15</sup>.

Произошедшие на финансовом рынке эволюционные изменения предопределили направления современной экономической мысли, в рамках которых ведется исследование финансового рынка. В таблице 1.1 представлены основные представители исследователей этих направлений и характерные теоретические положения.

Таблица 1.1 – Современные экономические школы, ведущие исследования теории финансового рынка

Направление экономической мысли	Основные концепции и представители
Неоклассическое направление	<p>Характерно восприятие финансового рынка как саморегулируемого механизма.</p> <p><i>С. Росс:</i> теория эффективности финансовых рынков, исследование понятий доходности и риска, теория ценообразования на производные инструменты. <i>Г.</i></p>

<sup>14</sup> Ольсевич Ю. Я. Методологические основы современных теорий финансовых рынков. Научный доклад. М.: Институт экономики РАН, 2009. С. 5–10.

<sup>15</sup> Аристова Е.В. Теоретические основы взаимосвязи сегментов финансового рынка России// Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. Томск, 2014.

	<p><i>Марковиц</i>: основоположник современной портфельной теории (лауреат нобелевской премии 1990). <i>Уильям Шарп</i>: в 1990 отмечен нобелевской премией «за вклад в теорию формирования цены финансовых активов». <i>Ф. Блек и М. Шоулс</i>: рассматривают производные ценные бумаги, а также, их роль в повышении эффективности финансового рынка.</p>
«Неоклассический синтез»	<p>С одной стороны разделяют взгляды неоклассического направления на микроэкономические основы рынка, но, с другой стороны, не согласны с принципом его саморегулирования.</p> <p><i>Дж. Тобин</i>: учитывает разные виды активов и разные категории участников рынка. Считает, что финансовый рынок устойчив только в среднесрочном периоде. Он верен кейнсианской позиции о невозможности саморегулирования рынка. <i>Ф. Модильяни</i>: рассматривает роль «мыльных пузырей» в сбое рыночного механизма. <i>Р. Мертон</i>: С одной стороны, согласен с позитивным воздействием производных ценных бумаг, а, с другой, отмечает связанную с этим неопределенность и неустойчивость. Считает, что государство должно выполнять функции по надзору и регулированию финансовой системы.</p>
Новая институциональная экономика.	<p>Финансовый рынок рассматривается как «совокупность институтов, способных концентрировать и транслировать информацию, уменьшать информационную асимметрию и, вследствие этого, минимизировать транзакционные издержки». <i>Д. Норт</i> рассматривает связь между финансовым рынком и институциональной средой в качестве его основы. Также он изучает воздействие</p>



	транзакционных издержек, формирование неформальных ограничений и трансформацию их в формальные правила.
Эволюционная теория	Предметом исследования является процесс эволюции институтов финансового рынка и его связь с мотивированным поведением агентов и выгодами, получаемыми всей системой. Функционирование финансового рынка рассматривается как неотъемлемый элемент институциональной среды рыночной экономики.
Новая экономическая история	Институциональная среда рассматривается как результат длительного процесса выбора и обмена.
Теория интеграционных образований	Финансовый рынок выступает основным фактором становления и развития интеграционных структур различного типа.
Теория глобализации	<i>К. Оме</i> ставит на первое место финансовую глобализацию, формирующую мировой финансовый рынок, стоящий над всеми другими рынками. <i>Ю.Осипов</i> подчеркивает возникновение финансовой опеки над экономикой и хозяйством в целом. <i>Е. Ф. Авдокушин</i> выделяет финансовую экономику в качестве одной из трех составных частей «новой экономики».
Критика близкая к кейнсианству.	<i>П. Волкер</i> полагает, что рынок не может находиться в устойчивом равновесии и существует угроза финансовых кризисов из-за возросшей волатильности. Итогом функционирования современной финансовой системы, по мнению <i>К. Дилнота</i> , являются финансовые пузыри, «пирамиды», крупные банкротства, финансовые кризисы и, как следствие, подрыв доверия к финансовой системе и ее саморазрушение. <i>Т. Пели</i> считает, что теории мейнстрима оправдывают реальные структуры и

	процессы приведшие к финансовому кризису.
Российская школа фундаментального подхода	<i>А.Г. Грязнова, В.М. Романовский, В.М. Родионова,</i> рассматривают финансовые рынки как экономическую категорию выражающие экономические отношения.

Многообразие экономических школ обусловили формирование различных толкований сущности финансового рынка, его сегментации, роли финансового рынка и его отдельных сегментов в экономических процессах.

## **1.2. Основные подходы ученых экономистов к раскрытию сущности финансового рынка**

Изучение научных работ, посвященных развитию и функционированию финансовых рынков, показало, что наиболее дискуссионным вопросом в экономической науке является вопрос о том, какие рынки относятся к финансовым, или какие рынки являются таковыми. Многообразие суждений по поводу сущности финансовых рынков отметила один из ведущих специалистов в области теории финансов проф. А.Г. Грязнова в интервью, говоря что «на данный момент не создано универсальной экономической теории, адекватно описывающей финансовые рынки»<sup>16</sup>. Это затрудняет структуризацию финансового рынка, которая позволяет определить место каждого его структурного сегмента в общей рыночной финансовой системе, охарактеризовать основные этапы их исторического развития, рассмотреть возможные направления их дальнейшей эволюции, а также разработать эффективные механизмы его регулирования как с позиции обеспечения сбалансированности экономики, так и в целях антимонопольного надзора.

---

<sup>16</sup> Интервью с Президентом Финансового университета при Правительстве РФ, Первым вице-президентом Международной гильдии финансистов, Президентом Аудиторской палаты России Аллой Грязновой // Депозитариум. 2013. № 1–2. С. 8.

Проведенные нами исследования позволили объединить все существующие подходы ученых экономистов к определению сущности финансовых рынков в четыре основные группы:

- исходя толкования финансов как экономической категории;
- исходя из объектов торговли на нем;
- по его составу (сегментам);
- функциональный подход.

Представляется целесообразным на основе критического анализа работ ученых каждой из этих групп дать свое определение понятию финансовый рынок.

### **1.2.1. Подходы к определению сущности финансового рынка исходя толкования финансов как экономической категории**

Разночтения толкования сущности финансового рынка начинаются с самого названия этого понятия. В одних источниках его называют «финансовый рынок», в других «финансовые рынки». Для внесения ясности необходимо определиться, в первую очередь, с понятием самого рынка, что под ним следует понимать.

В толковом экономическом и финансовом словарях дается несколько вариантов понятия рынок:

«Место встречи спроса и предложения товаров, услуг и капиталов.

Совокупность деловых операций, осуществляемых в определенной сфере экономики или в определенном месте, где происходит товарообмен.

Состояние и развитие конъюнктуры спроса и предложения в конкретной сфере экономики.

Совокупность условий, определяющих производство и сбыт товара»<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Бернар И., Колли Ж.-К. Толковый экономический и финансовый словарь. Французская, русская, английская, немецкая, испанская терминология: в 2-х т. II Пер. с фр. – М.: Междунар. Отношения, 1994. –С. 173.

В краткой экономической энциклопедии также приводятся несколько определений этого понятия. Из зарубежной учебной литературы авторы этой энциклопедии выделяют следующие дефиниции:

1) всякий институт или механизм, который сводит вместе покупателей – предъявителей спроса и продавцов – поставщиков товаров и услуг;

2) любое взаимодействие, в которое вступают люди для осуществления торговли друг с другом;

3) совокупность покупателей и продавцов, взаимодействие которых приводит в итоге к возможности обмена;

4) место, где продавцы и покупатели находят друг друга<sup>18</sup>.

Авторами данной энциклопедии также приводятся определения из российской экономической литературы, в которых рынок характеризуется как обобщенное понятие:

1) господствующая и определяющая форма связи товаропроизводителей на основе общественного разделения труда;

2) совокупность сделок купли и продажи товаров.

В данной энциклопедии приводится также наиболее распространенное в российской литературе определение рынка, как совокупности экономических отношений по поводу купли-продажи товаров по ценам, устанавливающимся на основании взаимодействия спроса и предложения в результате конкуренции. Такой подход к раскрытию понятия «рынок» остался с советских времен, когда любое понятие обосновывалось как экономическая категория, которая должна выражать определенные экономические отношения. С точки зрения теории экономики, такой подход имеет право на существование, но с позиции практики вносит неопределенность в правильное понимание сущности рынка.

Согласно интернет – источникам, «Рынок – это структура, которая позволяет изготовителям и покупателям, производить обмен купли-продажи товаров, где решающими факторами конечной цены товара и количества, будет

---

<sup>18</sup> Вечконов Г.С., Вечканова Г.Р., Пуляев В.Т.. Краткая экономическая энциклопедия. – СПб., ТОО ТК // Петрополис, 1998. - С. 509.

выступать потребительский спрос»<sup>19</sup>. Уточняется, что существует огромное количество видов рынков, но определённые признаки позволяют сгруппировать их в отдельные группы по экономическому назначению и пространственному признаку. В заключении утверждается, что существует огромное множество различных рынков. Одни из них хорошо развиты и взаимодействуют не только внутри своей группы, а и с другими, не классическими ей, отраслями рынка. Другие, наоборот, малоразвитые, но все они составляют огромный рынок, который связан между собой, выполняя определённую функцию<sup>20</sup>.

В финансовом портале интернета приводятся следующие уточнения относительно сущности финансового рынка: «Понятие «рынок» имеет две стороны: экономическую, или содержательную, и формальную, или организационную. В этом смысле, понятие «финансовый рынок» может употребляться в двух аспектах:

1) как совокупность определенного типа (подтипа, вида) финансовых отношений; такое понятие финансового рынка относится абсолютно ко всем финансовым отношениям, и все их типы есть разные типы финансовых рынков, а в совокупности они есть финансовый рынок вообще, или в целом;

2) как организационная форма проявления или существования финансовых отношений, выражением которой является наличие специализированных финансовых организаций, помогающих участникам рынка вступать в те или иные финансовые отношения...»<sup>21</sup>.

В рамках финансового сектора, термин «финансовые рынки» часто используется для обозначения только рынков, которые используются для привлечения финансирования: для долгосрочного финансирования – рынки капитала, для краткосрочного финансирования – денежные рынки<sup>22</sup>.

---

<sup>19</sup> Виды рынков. Сайт: <http://center-yf.ru/data/economy/Vidy-rynkov.php>.

<sup>20</sup> Там же.

<sup>21</sup> Сайт: <http://bezpeka.info/finance/21-osnovnye-vidy-finansovyh-rynkov.html>.

<sup>22</sup> Jagot Fazilat. Economy Finance and Financial Market // Management Prudence Journal, 4.1 (2013): 64-70 (IF: 0.876).

Анализ, приведенных выше, определений рынка позволяет сделать следующие выводы по ключевым составляющим признакам, формирующим это понятие:

1. Наличие спроса и предложения, или товарообмен между продавцом и покупателем (деловые операции).
2. Осуществление этих операций в определенной сфере экономики.
3. Место встречи спроса и предложения.

Если учесть множество товаров, сфер экономики и мест заключения и осуществления сделок, то термин «рынок» можно использовать только в ограниченном масштабе (единичное понятие), или как обобщающее понятие (экономическую категорию).

Единым рынок может быть для одного или нескольких однородных товаров, дополняющих друг друга товаров и товаров, когда один возникает из другого. В сфере финансов товаром выступают разнообразные финансовые инструменты и финансовые услуги, чаще всего, не взаимосвязанные напрямую между собой, или обращающиеся в разных местах.

Поэтому, применяя данный подход к сфере финансов можно заключить, что термин «финансовый рынок» можно использовать только как теоретическое понятие. А, если исходить из того, что сфера финансовых отношений носит больше прикладной, чем теоретический характер, то правильнее использовать термин «финансовые рынки».

Поскольку выбор финансового рынка в качестве объекта исследования предполагает формулировку его однозначного определения, представляется целесообразным рассмотреть теоретические аспекты функционирования финансового рынка, затронутые в учебной и научной литературе.

Определения финансового рынка колеблются от частных, привязанных к конкретному явлению, а потому суживающих объем данного понятия, до самых общих (так сказать, контурных).

Примером первого подхода в толковании рассматриваемого понятия может служить понимание финансового рынка лишь как рынка ценных бумаг

(в контексте утверждаемого авторами – фондового рынка), представленное, в частности, в учебном пособии «Ценообразование на финансовом рынке», изданном под редакцией Есипова В.Е.<sup>23</sup> И, хотя, в своем новом учебном пособии с аналогичным названием Есипов В.Е. и Маховикова Г.А. указывают на то, что рынок ценных бумаг представляет собой сегмент финансового рынка<sup>24</sup>, можно, тем не менее, говорить о сохранении авторами прежней точки зрения.

Кузнецова Н.С. и Назарчук И.Р. рассматривают финансовый рынок, как часть общего рыночного пространства, охватывающего финансовые связи и значительное количество форм кредитных отношений. Согласно форме обращения денежных ресурсов на финансовом рынке, в его составе выделяют рынок банковских кредитов и рынок ценных бумаг<sup>25</sup>.

В качестве иллюстрации второго подхода можно привести, предложенное Львовым И.Ю. определение финансового рынка, как сферы «функционирования финансово-кредитного механизма»<sup>26</sup>. Общий подход заявлен и Белых Л.П. в учебном пособии «Основы финансового рынка». По мнению его автора, «финансовые рынки – это общее обозначение тех рынков, на которых проявляются спрос и предложение на различные платежные средства»<sup>27</sup>. Но в этом определении есть один ограничивающий фактор: объект финансового рынка сведен лишь к платежным средствам.

По мнению Чеботаря Ю.М. «Самое простое определение финансового рынка – это рынок, где обращается капитал. Здесь капиталы накапливаются, концентрируются, централизуются и вкладываются, в конечном счете, в производство, или услуги, или становятся источником погашения

---

<sup>23</sup> См.: Ценообразование на финансовом рынке: Учебное пособие. / Под ред. В. Е. Есипова. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1998. – С. 25.

<sup>24</sup> Есипов В.Е., Маховикова Г.А. Ценообразование на финансовом рынке: Учебное пособие. СПб.: Питер, 2001. – С. 34.

<sup>25</sup> См.: Кузнецова Н.С., Назарчук И.Р. Рынок ценных бумаг в Украине: правовые основы формирования и функционирования. – К.: Юринком Интер, 1998. – С. 7.

<sup>26</sup> Львов Ю.И. Банки и финансовый рынок. СПб.: Культ-Информ Пресс, 1995. – С. 165.

<sup>27</sup> Белых Л. П. Основы финансового рынка. 13 тем: Учебное пособие для вузов. М: Финансы; ЮНИТИ, 1999 г. – С. 14.

государственного долга<sup>28</sup>. Павлова Л. рассматривает финансовый рынок как рынок капиталов, и определяет его как механизм управления потоками денежных ресурсов, платежных средств, приносящих прибыль, и объединяют эмитентов и инвесторов<sup>29</sup>.

С учетом приведенного выше определения финансового рынка более точным представляется понимание объекта купли-продажи на этом рынке, которое принадлежит Алехину Б.И. По его мнению, таким объектом выступает инвестиционный капитал<sup>30</sup>. При этом отмечаются крайне важные качества последнего: мобильность, уязвимость и редкость.

Однако, на наш взгляд, относить к финансовым рынки, где обращается капитал или инвестиционный капитал не совсем правомерно по нескольким причинам. Во-первых, капитал – это стоимость, приносящая прибавочную стоимость или самовозрастающая стоимость. Е. Ф. Борисов отмечает: «Деньги превращаются в капитал, если становятся средством создания в производстве новой стоимости»<sup>31</sup>.

Стоимость как капитал может быть представлена (вложена) в виде финансовых ресурсов (денежные средства, ценные бумаги, паи, прочие финансовые активы), а также в форме материальных активов (здания, сооружения, оборудование, машины и механизмы, инвентарь, сырье и материалы и т.д.), и нематериальных активов (ноу-хау, патенты, лицензии, изобретения и т.п.). Следовательно, капиталом может и является любой товар, т.к. товар – это продукт труда, предназначенный для обмена (продажи), и производится (перепродается) он с целью получения прибыли.

Во-вторых, капитал наращивает свою стоимость двумя способами, а именно:

---

<sup>28</sup> Чеботарь Ю.М. Финансы и финансовые рынки : Полный курс МВД / Ю. М. Чеботарь. – М. : Рил Групп. 2011 г. – (Российское бизнес-образование).

<sup>29</sup> См.: Ходаківська В.П. Экономическая сущность финансового рынка и методологические подходы к анализу механизма его территориальной организации. - Ирпень: УФЕИ, - 1997 г. – С. 27.

<sup>30</sup> См. подробнее: Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. М.: Финансы и статистика, 1991 г. С. 20-23.

<sup>31</sup> Борисов Е. Ф. Экономическая теория: учебник для вузов. М. : Проспект, 2011. С. 245.



посредством коммерции, когда товар покупается на одном рынке и продается на другом (пространственный арбитраж), или когда товар покупается и продается на том же рынке при благоприятном изменении его цены (временной арбитраж). Но такое обращение касается всех товаров и всех рынков;

посредством инвестиций, которые представляют собой «вложение капитала в любой форме на долгосрочный период или несколько хозяйственных оборотов с целью получения прибыли или дохода. При этом прибыль – это цель инвестиций для юридических лиц, а доход – для физических»<sup>32</sup>.

По сферам вложения инвестиции различают:

- а) реальные;
- б) финансовые.

В свою очередь, реальные инвестиции подразделяются на:

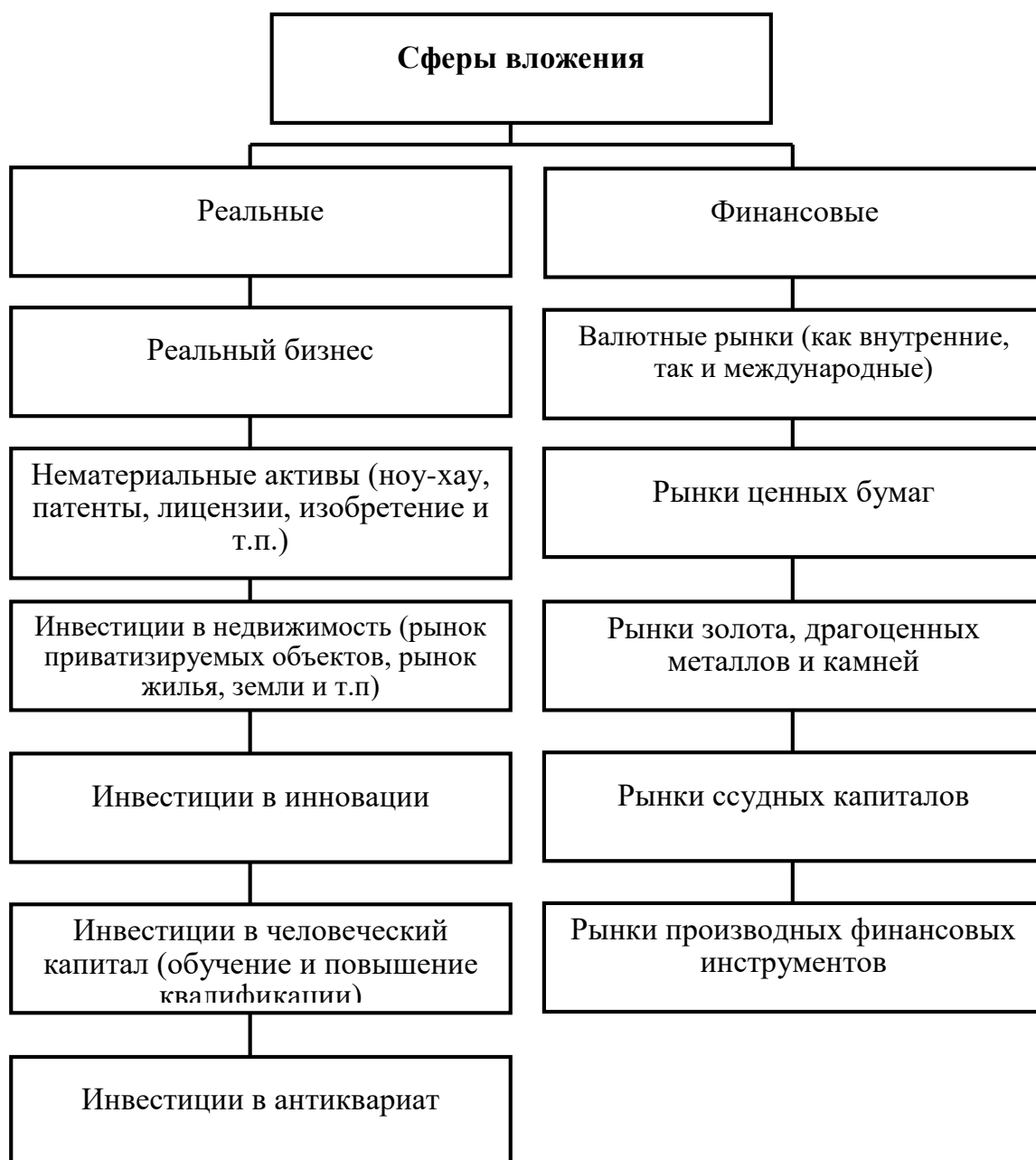
- инвестиции в реальный бизнес (вложение в материальные и нематериальные активы в рамках отдельного субъекта хозяйствования);
- инвестиции в недвижимость (рынок приватизируемых объектов, рынок жилья, земли и т.п.);
- инвестиции в инновации;
- инвестиции в человеческий капитал (обучение и повышение квалификации);
- инвестиции в произведения искусства (самые высокодоходные инвестиции на Западе) и антиквариат.

Вряд ли такие вложения капитала осуществляются на финансовых рынках. Что касается финансовых инвестиций, то их правильнее рассматривать как средство ускорения реальных инвестиций, т.к. они позволяют накапливать и занимать первоначальный инвестиционный капитал, и осуществляются они на финансовых рынках, к которым относятся:

---

<sup>32</sup> Каюмов Р.И. Организация и финансирование инвестиций. Учебник для Вузов– Т.: Fanvatexnologiya, 2012. – С. 9.

- валютные рынки (как внутренние, так и международные);
- рынки ценных бумаг;
- рынки золота, драгоценных металлов и камней;
- рынки ссудных капиталов;
- рынки производных финансовых инструментов;
- рынок пенсионных и страховых фондов (рис. 1.1)



**Рисунок 1.1 – Классификация инвестиций по сферам вложения**

Источник: Каюмов Р.И. Организация и финансирование инвестиций. Учебник для Вузов– Т.: «Fanvatechnologiya», 2012. – С. 11.

На основании вышеизложенного можно сделать вывод, что не все рынки обращения инвестиционного капитала являются финансовыми. А попытки раскрыть сущность финансовых рынков через рынок капиталов вводят в заблуждение.

Большая группа ученых-экономистов раскрывает сущность финансового рынка как рынка, опосредствующего движение денежных или финансовых средств. В частности, по мнению В.М. Аскинадзи: «В рыночной экономике существуют разные виды рынков. На макроуровне их можно объединить в три совокупных рынка: товарный, ресурсный, финансовый»<sup>33</sup>. Из определения видно, что В.М. Аскинадзи рассматривает финансовый рынок как совокупный, т.е. как обобщенное понятие, и дает ему следующее определение: «Финансовый рынок в общем виде представляет собой совокупность экономических отношений по поводу обращения, распределения и перераспределения свободных денежных ресурсов в стране. Основное назначение финансового рынка – облегчить движение денежных фондов между (заимодавцами) теми субъектами рынка, которые располагают избыточными финансовыми средствами, и (заемщиками) теми, кто нуждается в денежных средствах для решения инвестиционных задач. Можно сказать, что основными субъектами на финансовом рынке являются покупатели и продавцы денежных ресурсов, дилеры и брокеры, регулирующие и контролирующие органы, связанные между собой формальными правилами и коммуникационными сетями для совершения сделок с финансовыми средствами»<sup>34</sup>.

В одном из первых российских учебных пособий по рынку ценных бумаг под редакцией В.С. Торкановского финансовый рынок рассматривается как «совокупность всех денежных ресурсов страны, находящихся в постоянном движении, распределении или перераспределении, меняющихся под влиянием спроса и предложения на эти ресурсы...»<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> Аскинадзи В.М. Рынок ценных бумаг. – Учебно-методический комплекс. – М., Изд. центр ЕАОИ, 2008. – С. 14

<sup>34</sup> Там же. С.25.

<sup>35</sup> Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учебное пособие / Под ред. В. С.

В учебном пособии А.Н. Буренина написано: «Рыночная экономика представляет собой совокупность различных рынков. Одним из них является финансовый рынок. Финансовый рынок – это рынок, который опосредует распределение денежных средств между участниками экономических отношений. Образно его можно сравнить с сердцем экономики, так как с его помощью мобилизуются свободные финансовые ресурсы и направляются тем лицам, которые могут ими наиболее эффективно распорядиться. Главным образом на финансовом рынке изыскиваются средства для развития сферы производства и услуг»<sup>36</sup>.

Аналогичное мнение высказывает и А.А. Мишарев: «Механизм финансового рынка, как и любого другого, подвержен действию определенных экономических закономерностей. Однако финансовый рынок отличается от всех остальных своим особым товаром. Здесь объектом купли-продажи выступают денежные ресурсы, которые на остальных рынках служат всеобщим эквивалентом»<sup>37</sup>.

Безусловное достоинство приведенных определений состоит в указании на общность финансового рынка с системой рыночных отношений в целом, а именно, на отношения спроса и предложения. Но обращает на себя внимание тот факт, что их авторы не совсем различают денежные и финансовые отношения, часто рассматривая (используя) их как синонимы.

Для внесения ясности в данный вопрос необходимо определиться с сущностью финансов. Исследования показали, что у большинства авторов имеется единое мнение по составляющему данную категорию признаку. В частности, Абрамова М.А., Александрова Л.С. пишут: «Финансы – это система отношений, которые возникают между государством, юридическими и

---

Торкановского. СПб.: АО «Комплект», 1994. – С. 7.

<sup>36</sup> Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие – М.: Федеративная Книготорговая Компания, 1998. – С. 29.

<sup>37</sup> Мишарев А. А. Рынок ценных бумаг. - СПб.: Питер, 2007. ил. – (Серия Учебное пособие).- С. 17.

физическими лицами, между отдельными государствами по поводу формирования, распределения и использования фондов денежных средств»<sup>38</sup>.

Ковалев В.В. считает, что финансы представляют собой совокупность денежных отношений, возникающих в процессе создания фондов денежных средств у субъектов хозяйствования и государства, и использования их на цели воспроизводства, стимулирования и удовлетворения социальных нужд общества<sup>39</sup>. По мнению Литовских А.М., Шевченко И.К. «Финансы – это совокупность экономических отношений, отражающих формирование и использование фондов денежных средств в процессе их кругооборота»<sup>40</sup>.

Более широкое толкование сущности финансов дают авторы учебника «Финансы» под редакцией Грязновой А.Л. и Маркиной Е.В. В их понимании «Финансы – совокупность денежных отношений, возникающих в процессе распределения стоимости валового внутреннего продукта, доходов от внешнеэкономической деятельности и части национального богатства, в результате которого формируются денежные доходы, поступления и накопления у отдельных субъектов хозяйствования, органов государственной власти и местного самоуправления, используемые для решения экономических и социальных задач»<sup>41</sup>.

Ученые Санкт-Петербургской экономической школы в своем учебнике «Финансы», на основе анализа и обобщения определений сущности финансов, данных различными зарубежными и российскими учеными, пришли к выводу, что финансы можно трактовать с чисто прагматических позиций, как совокупность различных форм движения денежных потоков, финансовых ресурсов и капитала в процессах их формирования и использования. Финансы можно рассматривать и в традициях российской финансовой науки, – как

---

<sup>38</sup> Абрамова М.А., Александрова Л.С. Финансы и кредит: Вопросы и ответы-М.: ИД // Юриспруденция. 2006. (Серия Подготовка к экзамену). – С. 42.

<sup>39</sup> Ковалева А.М. Финансы и кредит. – М.: Финансы и статистика 2005. – С. 41.

<sup>40</sup> Литовских А.М., Шевченко И.К. Финансы, денежное обращение и кредит/ Учебное пособие. Таганрог: Изд-во ТРТУ, 2003. – С. 18.

<sup>41</sup> Финансы: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, Е.В. Маркиной. – М.: Финансы и статистика, 2004. – С. 21.

сложную синтетическую экономическую категорию, совокупность денежных отношений (связей), регламентированных государством по поводу формирования и использования различных денежных фондов в процессе их образования, распределения и перераспределения, в целях обеспечения благосостояния населения, социального мира и экономического роста<sup>42</sup>.

Из сказанного выше можно заключить, что составляющим признаком финансов является формирование и использование целевых фондов денежных средств. При этом, мы вполне согласны с мнением Абрамовой М.А. и Александровой Л.С. о том, что «в отличие от денег, финансы как денежные фонды – это обособившаяся часть денежных средств, имеющая целевое назначение и относительную самостоятельность функционирования»<sup>43</sup>.

Следовательно, исходя из сущности финансов, можно сделать вывод, что финансовыми рынками являются только те рынки, на которых обращаются не просто деньги, а формируются и используются денежные фонды, или, как их еще трактуют, – финансовые ресурсы.

В частности, такая трактовка присутствует в подходе Балабанова И.Т.. По его мнению, финансовый рынок – «это сфера проявления экономических отношений между продавцами и покупателями финансовых ресурсов и инвестиционных ценностей»<sup>44</sup>.

Более прагматично высказываются зарубежные исследователи, для которых характерно оперирование терминами макроэкономики, в частности, такими как накопления и инвестиции. В этом отношении примечательно выделение в качестве основного назначения финансовых рынков «эффективного распределения накоплений», сделанное Дж. К. Ван Хорном<sup>45</sup>. В своей книге «Макроэкономика. Глобальный подход» Дж. Сакс и Б. Ларрен

---

<sup>42</sup> Финансы: учебник для бакалавров / под ред. М. В. Романовского, О. В. Врублевской. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство Юрайт ; ИД Юрайт, 2012. – Серия : Бакалавр. Углубленный курс. – С. 29.

<sup>43</sup> Абрамова М.А., Александрова Л.С. Финансы и кредит: Вопросы и ответы-М.: ИД // Юриспруденция. 2006.- (Серия Подготовка к экзамену) – С. 45.

<sup>44</sup> Балабанов И. Т. Финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1997. - С. 27.

<sup>45</sup> Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. М.: Финансы и статистика, 1996. – С. 21.

рассматривают финансовый рынок как сферу обращения финансовых активов<sup>46</sup> (в свою очередь, финансовые активы принято рассматривать как один из вариантов инвестирования – примечание авторов). По мнению Джагота Фазилата в рамках финансового сектора, термин «финансовые рынки» часто используется для обозначения только рынков, которые используются для привлечения финансирования: для долгосрочного финансирования – рынки капитала, для краткосрочного финансирования – денежные рынки<sup>47</sup>.

Еще более упрощенное определение дают Р. Шукла и Р. Шарма, которые считают: «Финансовый рынок представляет собой рынок, в котором люди и юридические лица могут торговать финансовыми ценными бумагами, товарами, а также другие взаимозаменяемыми ценными предметами по низким транзакционным затратам и по ценам, которые отражают спрос и предложение»<sup>48</sup>.

Г. Мэнкью определяет финансовые рынки как институты, с помощью которых люди, желающие сберегать, могут предложить свой капитал тем людям, которые хотят взять заем. В качестве основных финансовых рынков он называет рынок облигаций и рынок акций<sup>49</sup>. Аналогичную трактовку можно найти в книге, авторами которой является Дж. Стиглиц и К. Уолш. Они рассматривают финансовый рынок и рынок капитала как синонимы и подразумевают под ними рынок обеспечивающий движение сбережений от тех домохозяйств и фирм, доходы которых превосходят их расходы, к тем, фирмам и домохозяйствам, которые хотят тратить больше, чем позволяет их текущий доход<sup>50</sup>.

Мишарев А.А. предложил собственное понимание сущности финансового рынка, как совокупности экономических отношений и обслуживающих их

---

<sup>46</sup> СаксДж., Ларрен Б. Макроэкономика. Глобальный подход. М: Дело, 1996. – С. 64.

<sup>47</sup> Jagot Fazilat. Economy Finance and Financial Market // Management Prudence Journal, 4.1 (2013): 64-70 (IF: 0.876)

<sup>48</sup> R Shukla, R Sharma. Challenges for money market in present saniro // International Journal of Management, IT and Engineering 2.10 (Oct 2012): 213-224 (IF: 0.987).

<sup>49</sup> Mankiw N. G. Principles of Economics, Sixth Edition. South-Western, Cengage Learning, 2012. P. 556.

<sup>50</sup> Stiglits J. E., Walsh C. E. Economics, Fourth Edition. W. W. Norton & Company, 2006. P. 612.

институтов, обеспечивающих превращение денег в капитал посредством финансовых инструментов<sup>51</sup>. По его мнению, такой подход позволяет выделить наиболее глубокий смысл финансового рынка, состоящий в обеспечении движения D-D' – самой фетишизированной формы движения капитала. При этом, он также считает, что следует согласиться и с имеющимся в литературе мнением, что финансовый рынок в значительной своей части связан с движением фиктивного капитала<sup>52</sup>.

Далее Мишарев А.А. уточняет, что понятие «финансовый рынок» следует рассматривать как обобщенное. На практике данное явление представляет собой достаточно сложную структуру, объединяющую различные виды рынков, каждый из которых имеет собственные сегменты<sup>53</sup>.

Необходимо отметить, что финансовые рынки формируются по мере развития финансовой системы на основе движения реального капитала и по мере институционализации финансовых отношений.

### **1.2.2. Сущность финансового рынка исходя из объектов торговли на нем**

Сложности раскрытия сущности финансовых рынков через отношения, которые они выражают, привели к тому, что многие ученые стали давать определения данному понятию через характеристику объектов торговли на этом рынке.

В частности, по мнению Кузнецовой Е.И. «Финансовый рынок – совокупность рыночных форм торговли финансовыми активами: иностранной валютой, ценными бумагами, кредитами, депозитами, производными

---

<sup>51</sup> Мишарев А. А. Рынок ценных бумаг. - СПб.: Питер, 2007. – (Серия Учебное пособие).- С.11.

<sup>52</sup> Не задаваясь целью рассмотреть сущность фиктивного капитала, отметим, что в данном случае его следует трактовать в наиболее традиционном смысле как капитал, представленный в ценных бумагах, регулярно приносящих доход и совершающих самостоятельное, отличное от реального капитала движение.

<sup>53</sup> Мишарев А. А. Рынок ценных бумаг. - СПб.: Питер, 2007 г. – (Серия Учебное пособие).- С.11.



финансовыми инструментами»<sup>54</sup>. При этом автор раскрывает свое понимание финансовых активов, перечисляя их виды, которые она называет финансовыми инструментами и услугами.

Близкое по смыслу к этому определение дает Клишевич Н.Б., который считает, что «Финансовый рынок – система формирования спроса и предложения на финансовые активы, т.е. на денежные средства и инвестиционные ресурсы»<sup>55</sup>. Только, по его мнению, получается, что финансовые активы – это денежные средства и инвестиционные ресурсы. По определению Н. Ф. Самсонова «финансовый рынок – это совокупность экономических отношений между участниками сделок (продавцами, покупателями, посредниками) с финансовыми активами»<sup>56</sup>, которые являются рыночными товарами, отличающимися высокой ликвидностью. В данном определении в качестве объекта купли-продажи уже названы не денежные или финансовые ресурсы, а финансовые активы. Также, эту роль могут играть финансовые инструменты. Аналогичный подход используется Е.И. Кузнецовой, которая определяет финансовый рынок как «совокупность рыночных форм торговли финансовыми активами: иностранной валютой, ценными бумагами, кредитами, депозитами, производными финансовыми инструментами»<sup>57</sup>.

Варламова М.А. и Крутякова Ю.А. считают, что «Финансовый актив – это товар финансового рынка. Таким товаром являются:

- 1) деньги (рубли и иностранная валюта);
- 2) коммерческие и фондовые ценные бумаги;

---

<sup>54</sup> Кузнецова Е.И. Финансы. Денежное обращение. Кредит: учеб.пособие для студентов вузов, обучающихся по направлениям экономики и менеджмента / Е.И. Кузнецова. – ЮНИТИ - ДАНА, 2012. – С. 226.

<sup>55</sup> Клишевич Н.Б. К49 Финансы организаций: менеджмент и анализ : учебное пособие / Н.Б. Клишевич. - М.: КНОРУС, 2012. – С. 17.

<sup>56</sup> Финансы: учебное пособие для вузов / под ред. Н. Ф. Самсонова. М.: Высшее образование, 2009. С. 239.

<sup>57</sup> Кузнецова Е. И. Финансы. Денежное обращение. Кредит: учебное пособие. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2012. С. 226.

3) ценные бумаги, представляющие безусловное долговое обязательство страховых компаний и пенсионных фондов (страховое свидетельство, медицинский полис, пенсионный полис);

4) драгоценные металлы в слитках (за исключением ювелирных и бытовых изделий из них);

5) объекты недвижимого имущества»<sup>58</sup>.

На наш взгляд, к этому подходу близка и позиция российского исследователя Бланка И.А., рассматривающего финансовый рынок как рынок, на котором объектом купли-продажи выступают различные финансовые инструменты и финансовые услуги<sup>59</sup>. Как достоинство в таком утверждении следует отметить, во-первых, указание на родовой признак любого рынка – соотношение спроса и предложения (купля-продажа в определении Бланка И.А. – примечание авторов); во-вторых, выделение широкого круга объектов этого рынка – финансовые инструменты и финансовые услуги.

Аналогична, указанной выше, и точка зрения Ковалева В.В.. По его мнению, «финансовый рынок представляет собой организованную или неформальную систему торговли финансовыми инструментами»<sup>60</sup>. Однако, в отличие от представленных ранее определений, в данном закладывается иной (не по видам финансовых инструментов) критерий сегментации финансового рынка – организационная основа. Такой подход прослеживается и в учебнике «Финансы», изданном в 2001 г. коллективом ученых экономического факультета Санкт-Петербургского государственного университета<sup>61</sup>.

Следует обратить внимание на тот факт, что все приведенные выше авторы пытаются охарактеризовать финансовые активы и финансовые инструменты путем перечисления их разновидностей, никак не раскрывают их экономическую сущность. Как следствие, такие суждения приводят к тупику

---

<sup>58</sup> Варламова М.А., Крутякова Ю.А. Шпаргалка по курсу «Финансы, денежное обращение и кредит»: Ответы на экзаменационные билеты.– М.: Аллель-2000, 2005. - С. 13.

<sup>59</sup> Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. Киев: Ника-Центр, 1999. – С. 47.

<sup>60</sup> Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. М.: Финансы и статистика, 1996. - С. 35.

<sup>61</sup> Финансы: Учебник / Под ред. В. В. Ковалева. М.: ПБОЮЛ М. А. Захаров, 2001. – С. 96.

или размытия понятия финансового рынка, границы которого можно увеличивать до бесконечности.

В качестве примера для первого случая можно привести суждения Голодовой Ж.Г., которая пишет: «Именно финансовый рынок увязывает финансовые потоки, обращающиеся между субъектами финансовой системы – государством, хозяйствующими субъектами, домашними хозяйствами. Движение денежных потоков обеспечивается с помощью специальных финансовых инструментов–депозитов, векселей, акций, облигаций, фьючерсов и т.д.»<sup>62</sup>. Если следовать ее мнению, то получается, что финансовые инструменты порождает сам финансовый рынок. Задача получается сложнее, чем задача с курицей и яйцом, т.к. там есть заданная единица – курица. В данном случае, тупиковость суждения очевидна.

Примеров размывания границ финансовых рынков больше. В частности, утверждение Мишарева А.А. о том, что «Объектами финансового рынка выступают различные *финансовые инструменты*. Под ними, чаще всего, понимаются финансовые документы, имеющие денежную оценку, с помощью которых проводятся соответствующие операции. Для каждого из указанных финансовых рынков можно назвать свои финансовые инструменты. Однако, все они сводятся к деньгам, валюте, благородным металлам, ценным бумагам, расчетным документам. При этом, ценные бумаги и расчетные документы зачастую обслуживают движение иных финансовых инструментов»<sup>63</sup>. Тогда уместно предположить, что иные финансовые инструменты будут обслуживать движение еще и других финансовых инструментов, и так до бесконечности.

Другим примером искусственного расширения сферы финансовых рынков является, приведенное выше, мнение Варламовой М.А. и Крутяковой Ю.А., которые причислили к финансовым активам объекты недвижимого имущества<sup>64</sup>. Неправомерность отнесения рынка недвижимости к финансовым

---

<sup>62</sup> Голодова Ж. Г. Финансы и кредит: Учеб. пособие. -М.: ИНФРА-М. 2012. - (Учебники РУДН) – С. 71.

<sup>63</sup> Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг. - СПб.: Питер, 2007. (Серия Учебное пособие) - С. 16.

<sup>64</sup> Варламова М.А., Крутякова Ю.А. Шпаргалка по курсу «Финансы, денежное обращение и

рынкам будет обоснована ниже, поэтому, здесь этот вопрос рассматриваться не будет, следует только отметить, что таких мнений множество и у каждого автора свои аргументы.

На наш взгляд, для внесения определенности в теоретические и методологические аспекты сущности финансовых рынков, необходимо внести ясность в толкование таких понятий как «финансовые активы», «финансовые инструменты» и «финансовые услуги».

В экономическом словаре под редакцией Архипова А.И. определено: «Финансовые активы – это финансовые требования, которым противостоят, как правило, финансовые обязательства других экономических единиц. Финансовые требования дают право институциональной единице, являющейся владельцем актива, получить платежи от другой институциональной единицы. Они возникают на базе договорных отношений между экономическими субъектами, один из которых является заемщиком (должником, дебитором), а другой – кредитором (инвестором)»<sup>65</sup>. Из этого определения можно заключить, что финансовые активы возникают в процессе образования дебиторской и кредиторской задолженностей.

Но, далее, в словаре указывается, что к финансовым активам относятся валюта и депозиты, ценные бумаги (кроме акций), кредиты и займы, акции и другие формы участия в капитале, страховые технические резервы, производные финансовые инструменты, прочая дебиторская задолженность. Данное определение существенно расширяет понятие финансовых активов, по сравнению с приведенным выше. Здесь к финансовым активам добавляются валюта (не ясно национальная или иностранная) и средства долевого участия (в различных формах) в уставных капиталах. А, сделанное автором ниже, уточнение о том, что активы характеризуют вложения денежных средств, материальных и иных ценностей в ценные бумаги других экономических

---

кредит»: Ответы на экзаменационные билеты.– М.: Аллель-2000, 2005. (Полный зачет) – С. 13.

<sup>65</sup> Экономический словарь / А. И. Архипов [и др.]; отв. ред. А. И. Архипов. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва.: Проспект, 2013. - С. 609.

единиц, облигации государственных и муниципальных займов, уставные (складочные) капиталы других юридических лиц на экономической территории страны, капитал предприятий за рубежом и ссуды, предоставленные другим экономическим единицам в стране и за ее пределами<sup>66</sup>, вновь его сужают, т.к. из понятия финансовые активы выпали валюта и страховые технические резервы.

По мнению Когденко В.Г. и Крашенинниковой М.С. «Финансовые активы относятся к классу финансовых инструментов, которые представляют собой договоры, в результате которых у одной стороны возникает финансовый актив, а у другой – финансовое обязательство или долевой инструмент. К финансовым активам относятся:

первичные финансовые инструменты, в том числе долевые и долговые инструменты, депозиты, дебиторская задолженность, предоставленные займы, денежные средства;

производные финансовые инструменты, в том числе фьючерсы, форварды, опционы, варранты, свопы»<sup>67</sup>.

В данном определении заслуживают внимания два важных момента. Во-первых, тот факт, что авторы относят финансовые активы к классу финансовых инструментов, что позволяет рассматривать их как часть финансовых инструментов. Во-вторых, противоречивость определения. Если следовать их мнению, то финансовый актив представляет собой договор, в результате которого у одной стороны возникает финансовый актив, а у другой – финансовое обязательство или долевой инструмент. Т.е. финансовому активу должен противостоять финансовый инструмент. Но, далее, авторы раскрывают состав финансовых активов, к которым относят финансовые инструменты.

В экономической литературе достаточно примеров, когда авторы научных работ пытаются раскрыть сущность понятия финансовых активов через финансовые инструменты. Приведем некоторые из них:

---

<sup>66</sup> Там же.

<sup>67</sup> Когденко В.Г., Крашенинникова М.С. Анализ финансовых активов по данным консолидированной отчетности: Сайт: // <http://1fin.ru/?id=833>.

«Финансовый инструмент – «квазиденьги», финансовый документ (ценная бумага, денежное обязательство, фьючерс, опцион и т.п.), продажа или передача которого обеспечивает получение денежных средств. Финансовые инструменты – это договоры, в результате которых возникают финансовые активы у одной компании и финансовые обязательства или долевые инструменты у другой компании. Любой контракт, результатом которого является появление определенной статьи в активах одной стороны контракта, и статьи в пассивах другой стороны контракта. Различают инструменты денежного рынка или инструменты рынка капиталов. Финансовые инструменты подразделяются на *первичные* (денежные средства, ценные бумаги, кредиторская и дебиторская задолженность по текущим операциям) и *вторичные*, или производные, (финансовые опционы, фьючерсы, форвардные контракты, процентные свопы, валютные свопы)»<sup>68</sup>.

«В наиболее общем виде под финансовым инструментом понимается любой контракт (договор), по которому происходит одновременное увеличение финансовых активов одного предприятия и финансовых обязательств другого предприятия.»<sup>69</sup>.

Принципиальное отличие приведенных определений финансовых инструментов заключается в том, что в первом из них утверждается, что финансовые инструменты – это договоры, в результате которых возникают финансовые активы. Согласно второму определению под финансовым инструментом понимается договор, по которому происходит увеличение финансовых активов. Но в обоих определениях не раскрывается, что собой представляют финансовые активы.

Интернет – источники вносят определенную ясность в этот вопрос: «Под финансовым инструментом понимается любой контракт, по которому происходит одновременное увеличение финансовых активов одной компании и финансовых обязательств долгового или долевого характера другой компании.

---

<sup>68</sup> Интернет сайт: [https://ru.wikipedia.org/wiki/Финансовый\\_инструмент](https://ru.wikipedia.org/wiki/Финансовый_инструмент).

<sup>69</sup> Интернет сайт: <http://u3a.socialprojectspb.ru/instryment.html>.

К финансовым активам относятся: денежные средства (т.е. средства в кассе, на расчетных, валютных и специальных счетах); договорное право требования денежных средств или другого финансового актива от другой компании; договорное право на обмен финансовых инструментов с другой компанией на потенциально выгодных условиях; долевой инструмент другой компании.

Финансовые обязательства – любая обязанность по договору: предоставить денежные средства или финансовый актив другой компании; обменять финансовые инструменты с другой компанией на потенциально невыгодных условиях. Долевые инструменты – способ участия в капитале хозяйствующего субъекта.

Финансовые инструменты делятся на 3 категории: денежные средства – это средства в кассе и на расчетном счете; кредитные инструменты – облигации, кредиты, депозиты; способы участия в уставном капитале – акции, паи»<sup>70</sup>.

В данном определении раскрывается содержание (составные части) финансового актива, только вызывает сомнение «долевой инструмент другой компании», которые по своему смыслу предполагает его отнесение к пассивам или обязательствам. Кроме того, данное определение не раскрывает сущности финансовых активов.

Стремление авторов вышеприведенных определений раскрыть сущность финансовых активов через финансовые инструменты обусловлено их желанием придерживаться требований международных стандартов финансовой отчетности. МСФО (IAS) 32 «Финансовые инструменты: представление информации» вводит определение термина «финансовый инструмент», как договора, в результате которого возникает финансовый актив у одной организации и финансовое обязательство или долевой инструмент – у другой<sup>71</sup>. Но стандарты отчетности больше предназначены для унификации

---

<sup>70</sup> Интернет сайт: <http://www11.narod.ru/065.htm>.

<sup>71</sup> Интернет сайт: International Financial Reporting Standards// Web: [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org).

бухгалтерского учета, а не определения экономической сущности той или иной экономической категории.

Нет среди ученых единства мнений и по сущности финансовых инструментов. Авторы учебника «Финансы» под редакцией профессора Лушина С.И. и профессора Слепова В.А. попытались раскрыть сущность финансовых инструментов через генезис финансовых отношений, когда развитие финансового посредничества, появление новых форм отношений в рамках частной собственности привели к возникновению весьма своеобразного экономического явления – финансовых инструментов, которые представляют собой документально оформленные, в соответствии с действующим законодательством, денежные обязательства каких-либо экономических субъектов, персонифицированные или обезличенные (на предъявителя). Например, различные векселя и облигации, долговые расписки и т.п.<sup>72</sup> По их мнению, это могут быть, и свидетельства о владении определенным имуществом, (в том числе и деньгами): закладные, полисы, сертификаты, свидетельства; или дающие право на получение какого-либо дохода (систематического или разового), например, акции и аналогичные документы. Появление финансовых инструментов, называемых еще ценными бумагами, существенно ускорило заключение деловых сделок, обеспечило сбор и концентрацию финансовых ресурсов, а, в конечном счете, ускорило экономическое развитие. Финансовые инструменты стали объектом купли-продажи, их оборот сформировал другой элемент финансового рынка – фондовый рынок, являющийся важнейшей структурой рыночного хозяйства.

Согласно Терминологическому словарю Дж. Розенберга: «Financialinstrument (финансовый инструмент): любой документ, оформленный письменно, который имеет денежную стоимость или свидетельствует о денежной трансакции»<sup>73</sup>. А в Современном экономическом словаре дается

---

<sup>72</sup> Финансы: Учебник / Под ред. проф. С. И. Лушина, проф. В. А. Слепова. – Ф 991 М.: Изд-во Рос.экон. акад., 2000. – С. 16.

<sup>73</sup> Розенберг Дж.М. Инвестиции: Терминологический словарь. – М.: ИНФРА-М, 1997. – (Библиотека словарей ИНФРА-М) – С. 132.



совершенно другое определение: «Финансовые инструменты – разнообразные виды рыночного продукта финансовой природы; ценные бумаги, денежные обязательства, валюта, фьючерсы, опционы и др.»<sup>74</sup>.

Для внесения ясности в вопрос о том, что собой представляют финансовые активы, на наш взгляд, нужно начать с рассмотрения понятия «актив». Термин «актив» происходит от латинского *Activus*, что в переводе означает деятельный; активы характеризуют материальные и нематериальные ценности в денежном выражении, их состав и размещение.



**Рисунок 1.2 – Состав активов предприятия**

Источник: Составлен авторами по результатам исследования.

С позиции обычного человека (физического лица) для него активом являются все имущественные и неимущественные ценности, которыми он располагает. У предприятий (юридических лиц) то, чем они располагают или

<sup>74</sup> Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б./ Современный экономический словарь. – 2-е изд., испр. М.: ИНФРА-М, 1999. – С 46.

имеют, отражено в левом разделе баланса, который так и называется «Актив» (см. рис. 1.2).

Согласно трактовке активов, приведенной в IAS: «Активы – это ресурсы, контролируемые компанией в результате событий прошлых периодов, от которых компания ожидает экономической выгоды в будущем»<sup>75</sup>.

На наш взгляд, определение финансовых активов должно стать самостоятельным понятием, основывающимся на категориях «финансы» и «активы». Экономическая природа понятия тяготеет к процессам распределения (размещения) финансовых ресурсов и, следовательно, представляет собой те активы, которые образуются в процессе финансовых отношений.

При этом, мы присоединяемся к мнению Архипова А.И. о том, что «одной из основополагающих характеристик финансовых активов является их ликвидность, включающая такие параметры, как обращаемость, реализуемость на рынке и конвертируемость. Ликвидные финансовые активы обеспечивают возможность бесперебойного проведения текущих платежей»<sup>76</sup>.

Финансовые активы – включают кассовую наличность; депозиты в банках; вклады; чеки; страховые полисы; вложения в ценные бумаги; обязательства других предприятий и организаций по выплате средств за поставленную продукцию; портфельные вложения в акции иных предприятий; пакеты акций других предприятий, дающие право контроля; паи или долевые участия в других предприятиях.

На основе анализа приведенных определений финансового инструмента можно сделать вывод, что финансовый инструмент – это инструмент, посредством которого создаются (увеличиваются) финансовые активы субъектов хозяйствования. Причем увеличение происходит как путем привлечения этих ресурсов со стороны, так и посредством превращения нефинансовых активов субъекта в финансовые. Следовательно, финансовые

---

<sup>75</sup> Интернет сайт: International Accounting Standards// Web: [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org).

<sup>76</sup> Экономический словарь / А. И. Архипов [и др.]; отв. ред. А. И. Архипов. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : Проспект, 2013. – С. 609.

инструменты правильнее рассматривать как разнообразные формы образования (виды) финансовых активов, и как один из источников их формирования.

Финансовые активы характеризуют имущественные ценности предприятия в форме наличных денежных средств и финансовых инструментов, принадлежащих предприятию. Исходя из этих позиций, мы согласны с мнением, что к основным финансовым активам предприятия относятся: денежные активы в национальной валюте; денежные активы в иностранной валюте; дебиторская задолженность во всех её формах; краткосрочные финансовые вложения; долгосрочные финансовые вложения<sup>77</sup>. Такие активы являются быстроликвидными, т.е. являются денежными средствами или легко в них превращаются.

### **1.2.3. Определение сущности финансового рынка по его составу**

В подразделе 1.1.1 нами была приведена классификация финансовых рынков по сферам, обращающихся на них финансовых активов, которой придерживается большинство экономистов:

- валютные рынки (как внутренние, так и международные);
- рынки ценных бумаг;
- рынки золота, драгоценных металлов и камней;
- рынки ссудных капиталов;
- рынки производных финансовых инструментов;
- рынок пенсионных и страховых фондов<sup>78</sup>.

Встречаются в литературе и очень близкие по смыслу к этой классификации взгляды специалистов:

В частности, Кузнецова Е.И. дает характеристику следующим финансовым рынкам:

---

<sup>77</sup> Интернет сайт : <http://finedstud.ru/otvety-k-ekzamenu-po-finansam/204-karakteristika-finansovykh-aktivov-organizacii-principy-ix.html>.

<sup>78</sup> Шелопаев Ф. М. Финансы, денежное обращение и кредит.: конспект лекций. – М.: Юрайт-Издат, 2007. – С. 28.

*Валютный рынок* – представляет собой рынок, на котором совершаются валютные сделки.

*Денежный рынок* – это рынок долговых обязательств со сроком погашения менее года.

*Рынок золота* – рынок, на котором совершаются наличные, оптовые и другие сделки с золотом.

*Рынок капитала* – рынок долгосрочных обязательств и акций. Является основным видом финансового рынка в рыночной экономике, с помощью которого компании изыскивают источники финансирования своей деятельности. В свою очередь, рынок капитала включает рынок ценных бумаг (за исключением краткосрочных) и рынок ссудного капитала»<sup>79</sup>.

По мнению А. Г. Войтовой к финансовому рынку относятся рынок золота, валютный рынок, денежный рынок (ссуды берут до года, обычно для финансирования торговли и потребительские цели), рынок капиталов (ссуды выдаются на больший срок»<sup>80</sup>.

Н. М. Зубко и А. Н. Каллаур к финансовым рынкам относят рынки кредитов, ценных бумаг, валютно-денежный<sup>81</sup>. Основные виды финансовых рынков также перечислены у А. И. Попова. Он выделяет рынки капиталов – инвестиционные рынки, кредитные рынки, рынки ценных бумаг, валютно-денежные рынки<sup>82</sup>. Однако выше было показано, что капитал может иметь не только денежную форму, но товарно-вещественную и быть представлен как интеллектуальная собственность, обращение которых осуществляется за пределами финансового рынка.

Чеботарь Ю.М. основные секторы (сегменты) финансового рынка классифицирует на рынок кредитов, рынок ценных бумаг, рынок валюты,

---

<sup>79</sup> Кузнецова Е. И. Финансы. Денежное обращение. Кредит: учеб.пособие для студентов вузов, обучающихся по направлениям экономики и менеджмента / Е.И. Кузнецова. – ЮНИТИ- ДАНА, 2012.– С. 209-210.

<sup>80</sup> Войтов А. Г. Экономическая теория: учебник для вузов. М.: Дашков и К, 2012. С. 318.

<sup>81</sup> Зубко Н. М., Каллаур А. Н. Основы экономической теории: учебное пособие. Минск: Вышэйшая школа, 2011. С. 92.

<sup>82</sup> Попов А. И. Экономическая теория : учебник для вузов. СПб.: Питер Пресс, 2006. С. 68.

страховой рынок и рынок прямых инвестиций<sup>83</sup>. При этом, автор уточняет, что прямые инвестиции – это инвестиции, сделанные лицами, полностью владеющими предприятием или контролирующими не менее 10% акционерного капитала. В числе прямых инвестиций можно выделить: взносы в уставный капитал (материальные, нематериальные активы, денежные средства), финансовый лизинг, кредиты, полученные от зарубежных совладельцев предприятия<sup>84</sup>. Если принять во внимание тот факт, что лизинг представляет собой трансформированную форму кредита, а кредиты, полученные от зарубежных совладельцев предприятия, – это разновидность кредитов, то такие прямые инвестиции правильнее отнести к рынку кредитов. Что же касается взносов в уставный фонд, то выше нами было показано, что они являются разновидностью финансовых активов, которые являются объектом купли-продажи на финансовом рынке, а по своей природе больше относятся к ценным бумагам. В данном случае, автор смешал сегментацию финансовых рынков по сферам обращения финансовых активов с видами этих активов.

А.А. Мишарев дает несколько видов сегментации финансового рынка, которые, по нашему мнению, упорядочивают его структуру. Имманентным признаком он определяет вид финансового инструмента как объекта отношений. По этому критерию в составе финансового рынка он выделяет: кредитный рынок, рынок ценных бумаг, валютный рынок, страховой рынок и рынок драгоценных металлов<sup>85</sup>. Рынок производных финансовых инструментов он включает в состав рынка ценных бумаг. Однако, учитывая, что производные финансовые инструменты могут быть производными не только от ценных бумаг, но и от других товаров, то, на наш взгляд, целесообразнее выделять их в самостоятельный рынок. Дополнительным аргументом является то обстоятельство, что производные инструменты имеют свою специфику

---

<sup>83</sup> Чеботарь Ю. М. Финансы и финансовые рынки : Полный курс МВД / Ю. М. Чеботарь. – М. : Рил Групп. 2011. – (Российское бизнес-образование). – С. 121.

<sup>84</sup> Чеботарь Ю. М. Финансы и финансовые рынки : Полный курс МВД / Ю. М. Чеботарь. – М.: Рил Групп. 2011. – (Российское бизнес-образование). – С. 88.

<sup>85</sup> Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг. - СПб.: Питер, 2007. (Серия Учебное пособие) - С. 12.

обращению, осуществляемую на отдельных рынках. В частности, фьючерсы на ценные бумаги, обращающиеся на Нью-Йоркской фондовой бирже, заключаются на Чикагской товарно-сырьевой бирже.

Еще одним критерием классификации А.А. Мишарев считает период обращения финансовых инструментов, по которому он выделяет две разновидности финансового рынка:

1. Рынок денежных инструментов, или денежный. На нем обращаются финансовые инструменты со сроком до одного года. Это наиболее ликвидные и наименее рискованные финансовые инструменты.

2. Рынок капитальных инструментов, или рынок капитала. Его объектом выступают финансовые инструменты со сроком обращения более года, а также бессрочные финансовые инструменты. Они позволяют осуществлять инвестиционные проекты. Их считают менее ликвидными и более рискованными.

Встречаются в научной литературе утверждения, авторы которых к финансовым рынкам причисляют рынок недвижимости<sup>86</sup>. При этом, приводятся различные аргументы в доказательство таких утверждений.

Например, в учебнике «Экономика недвижимости» написано: «Рынок недвижимости является одной из самых значимых составляющих частей финансового рынка. Часть финансового рынка, на которой происходит перераспределение заемного капитала, обеспеченного залогом недвижимости, называют рынком ипотечного капитала»<sup>87</sup>. На наш взгляд, в данной постановке вопроса имеется ряд неточностей.

Во-первых, перераспределение заемного капитала происходит на ранке ссудных капиталов или кредитном рынке, а не рынке недвижимости.

---

<sup>86</sup> Варламова М.А., Крутякова Ю.А. Шпаргалка по курсу «Финансы, денежное обращение и кредит»: Ответы на экзаменационные билеты.– М.: Аллель-2000, 2005. – (Полный зачет). – С. 13.

<sup>87</sup> Учебник: Экономика недвижимости// <http://uchebnik.biz/book/576-yekonomika-nedvizhimostishpargalki/6-7-rynok-nedvizhimosti-kak-chast-finansovogo-rynka.html>.

Во-вторых, одним из принципов кредитования является обеспеченность предоставляемых кредитов. Различают первичное обеспечение, при котором в качестве обеспечения выступает сам объект кредитования, и вторичное (дополнительное) обеспечение, которое применяется при недостаточности или невозможности обращения взыскания на первичное обеспечение. В качестве вторичного обеспечения может приниматься любое движимое или недвижимое имущество и другие активы заемщика или третьего лица. Само по себе такое обеспечение не принимает никакого участия в процессе купли-продажи недвижимости, т.е. не является объектом сделки, а выступает одним из условий предоставления кредита – другой сделки, совершаемой на другом рынке.

В-третьих, особенность ипотечного кредитования, а именно возможность его посредством использования, имеющихся механизмов института закладной, а также выпуска ипотечных ценных бумаг, реализуется банками на финансовых рынках, и к рынку недвижимости имеет отношение только в рамках ограничения прав собственности на период кредитования.

Сами по себе ипотечные ценные бумаги являются инструментом рынка фондового рынка, посредством которого банки мобилизуют свои кредитные ресурсы, которые в последующем выдаются на осуществление сделок на рынке недвижимости. Тот факт, что все рынки тесно взаимосвязаны между собой, часто вводит в заблуждение. Даже авторы, рассмотренного выше утверждения, это подтверждают, противореча ими же, сказанным выше, словам: «Существует взаимосвязь между рынком недвижимости и финансовым рынком. Растут вложения в недвижимость – рынок оживляется, уменьшаются – рынок затихает»<sup>88</sup>.

Автор учебника «Рынок финансовых услуг» – Ходаківська В.П. причислением рынка недвижимости обосновывает следующим образом: «При операциях купли-продажи недвижимости инвесторы рассматривают недвижимое имущество не только как товар, а, прежде всего, как финансовый

---

<sup>88</sup> Учебник: Экономика недвижимости// <http://uchebnik.biz/book/576-yekonomika-nedvizhimostishpargalki/6-7-rynok-nedvizhimosti-kak-chast-finansovogo-rynka.html>. Там же.

актив, который может принести доход через определенный промежуток времени»<sup>89</sup>. Но, как ранее это мы рассматривали при раскрытии свойств капитала, предполагается, что любой товар в рамках временного арбитража принесет прибыль. Однако, это не значит, что его нужно причислять к финансовым активам. Тем более, что, особенностью финансовых активов является их высокая ликвидность, а недвижимостью отличается от всех товаров как раз своей низкой ликвидностью.

Факт низкой ликвидности недвижимости признают даже сторонники идеи отнесения рынка недвижимости к финансовым, в том числе, и сам автор, приведенного выше утверждения<sup>90</sup>.

Лигай Г.А. и Лигай К.М. относят рынок недвижимости к финансовым рынкам исходя из специфики недвижимости, которая состоит в том, что она может выступать в разных экономических качествах: в качестве товара и в качестве финансового актива. Далее, они уточняют: «Все активы в экономической теории принято делить на реальные и финансовые. Недвижимое имущество может выступать и в том, и в другом качестве. Если приобретаемая недвижимость служит для личного или производственного потребления (квартира для собственного проживания или офисное здание для собственного бизнеса), то она является реальным активом, а если для получения дохода от сдачи в аренду или доверительное управление, то любой товар длительного пользования, переданный в аренду или доверительное управление, превращается в финансовый. Тогда и авторынок можно смело причислять к финансовым рынкам, а пункты проката бытовой техники относить к финансовым институтам.

Дискуссию об оправданности отнесения рынка недвижимости к финансовым рынкам можно закончить выдержкой из статьи Юсуфова М.Ю.: «Социально-экономическая природа рынка недвижимости достаточно сложна. Он имеет черты, присущие рынку товаров (ресурсов) и финансовому рынку.

---

<sup>89</sup> Рынок финансовых услуг – Ходаківська // <http://lybs.ru/index-10543.htm>.

<sup>90</sup> Финансирование недвижимости и риски рынка недвижимости. // [http://studopedia.ru/1\\_81805\\_finansirovanie-nedvizhimosti-i-riski-rinka-nedvizhimosti.html](http://studopedia.ru/1_81805_finansirovanie-nedvizhimosti-i-riski-rinka-nedvizhimosti.html).



Тесная связь рынка недвижимости с другими рынками не означает, что недвижимость является их сегментом. Недвижимость создает основу для формирования самостоятельного рынка, который относится к категории товарных рынков инвестиционного значения. Рынок недвижимости, таким образом, представляет относительно обособленную систему в рамках национальной экономики, и первоочередное влияние оказывает на экономические системы более низкого порядка, в частности, на экономику региона»<sup>91</sup>.

#### 1.2.4. Функциональный подход к раскрытию сущности финансовых рынков

Лауреат Нобелевской премии Роберт Мертон и доктор экономики Зви Боди рассматривают финансовые рынки как часть финансовой системы. В частности, по их мнению: «**Финансовая система** (financial system) – это совокупность рынков и других институтов, используемых для заключения финансовых сделок, обмена активами и рисками. Эта система включает в себя рынки акций, облигаций и других финансовых инструментов, финансовых посредников (таких как банки и страховые компании), фирмы, предлагающие финансовые услуги (например, финансово-консультационные компании), и органы, регулирующие деятельность всех этих учреждений»<sup>92</sup>. В рамках данного исследования не будем рассматривать обоснованность такого определения сущности финансовой системы. Представляет интерес сам подход этих авторов к раскрытию сущности данной категории.

В частности, эти авторы обосновывают, что существует целый ряд причин, по которым финансовые институты разных стран отличаются друг от друга (разные размеры, уровень сложности и доступности технологий;

---

<sup>91</sup> Юсуфов М.Ю. Специфические особенности современного рынка недвижимости.// <http://www.rppe.ru/wp-content/uploads/2010/02/yusufov-myu.pdf> автор: М.Ю. Юсуфов.

<sup>92</sup> Зви Боди, Роберт, К. Мертон Финансы: пер. с англ.: Уч. пос. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. – 592 с.

различия в политическом, культурном и историческом развитии государств). Кроме того, финансовые институты трансформируются с течением времени. Выполняемые ими функции могут измениться очень сильно, несмотря на то, что название учреждения остается прежним. В частности, современные банки в США значительно отличаются от тех банков, которые были в этой стране в 1928 или 1958 гг., и имеют массу отличий от институтов, именуемых банками, например, в Германии или Великобритании.

На этой основе эти ученые разработали всеобъемлющую концептуальную структуру, которая позволяет лучше понять, почему и как финансовые институты разных стран, отличаясь друг от друга и изменяясь с течением времени, обеспечивают эффективное функционирование финансовой системы в целом. Основой используемого ими подхода является то, что в качестве ориентира взяты не *институты* сами по себе, а их *функции*. Они назвали такой метод анализа *функциональным подходом*, который основан на двух исходных предпосылках:

Функции финансовой системы имеют более стабильный характер, чем ее институты. Это означает, что функции в меньшей степени изменяются с течением времени и не так сильно отличаются от страны к стране.

Форма финансовых институтов логически вытекает из их функций. Инновации в финансовой сфере и конкуренция среди институтов в конечном итоге приводят к повышению эффективности функционирования финансовой системы.

На основе анализа главной функции финансовой системы, заключающейся в эффективном распределении финансовых ресурсов, на наиболее общем уровне анализа Роберт Мертон и Зви Боди определили шесть базовых или ключевых функций этой системы:

1. Обеспечение способов *перемещения экономических ресурсов* во времени, через границы государств и из одних отраслей экономики в другие.
2. Обеспечение способов *управления риском*.

3. Обеспечение способов *клиринга и осуществления расчетов*, способствующих торговле.

4. Обеспечение механизма *объединения финансовых ресурсов и разделения* владения в различных предприятиях.

5. Снабжение *ценовой информацией*, позволяющей координировать децентрализованный процесс принятия решений в разных отраслях экономики.

6. Обеспечение способов *решения проблемы стимулирования*. Эти проблемы возникают в ситуациях, когда один из участников сделки владеет информацией, которой не обладает другой; либо если один из участников действует в качестве агента (комиссионера) от имени второго.

Все эти функции формируют взаимосвязь между основными участниками финансовой системы, цель и задачи которой заключаются в обеспечении движения финансовых потоков через разные элементы ее структуры от хозяйствующих субъектов, имеющих излишки финансовых средств, к тем, кто испытывает в них недостаток.

Представляется целесообразным именно с этой позиции рассмотреть представленные в научной литературе мнения авторов по выполняемым финансовыми рынками функциям, учитывая, что эти рынки являются только частью финансовой системы, т.е. не все функции финансовой системы могут быть им свойственны.

По мнению А.А. Мишарева основные функции финансового рынка в рыночной экономике таковы: «Во-первых, мобилизация временно свободных денежных средств и их эффективное распределение между участниками инвестиционного процесса. Источником временно свободных денежных средств служат сбережения населения, предпринимательского сектора и государства. Именно они должны превратиться в инвестиции. Различные составные части финансового рынка и обеспечивают этот процесс. Несомненно, между ними существует конкуренция. Наиболее привлекательными видами финансовых рынков становятся те, которые обеспечивают оптимальное для инвестора сочетание доходности и риска.

Во-вторых, формирование рыночных цен на финансовые инструменты. Обеспечивается это в первую очередь соотношением спроса на инвестиционные ресурсы, который предъявляют потребители капитала, и предложением денежных ресурсов со стороны поставщиков капитала. Интересы тех и других представляют профессиональные посредники, без которых в современных условиях невозможно выполнение первой функции. Соответственно, цены формируются как результат взаимодействия всех указанных сторон финансовых сделок.

В-третьих, создание условий для минимизации рисков. Для выполнения этой функции финансовый рынок выработал особый механизм страхования – диверсификацию капитала и формирование портфеля финансовых активов, а также особые виды финансовых инструментов – производные ценные бумаги»<sup>93</sup>.

В.А. Галанов выделяет следующие общерыночные функции рынка ценных бумаг:

- коммерческая. Целью любого рынка является получение прибыли (чистого дохода) или приумножение вложенного в рынок капитала;
- оценочная (ценностная, измерительная). Любой товар на рынке, в том числе и ценная бумага, получает свою собственную рыночную цену;
- информационная. Информация о событиях на рынке должна быть выявлена и доведена в установленном порядке до всех его участников;
- регулирующая. Рынок действует по вырабатываемым им правилам, которые его участники обязаны соблюдать добровольно или в силу их законодательного закрепления<sup>94</sup>.

Такого же примерно взгляда придерживаются и некоторые другие авторы, только они оценочную функцию называют ценообразующей.<sup>95 96 97</sup>

---

<sup>93</sup> Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг. - СПб.: Питер, 2007. (Серия Учебное пособие) - С. 14-15.

<sup>94</sup> Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: Учебник. – М.: ИНФРА-М. – 2007. – 379 с. – (100 лет РЭА им. Г.В. Плеханова). С. 30-31.

<sup>95</sup> Кузнецова, Елена Ивановна. Финансы. Денежное обращение. Кредит: учеб. пособие для студентов вузов, обучающихся по направлениям экономики и менеджмента / Е.И. Кузнецова.

Рассмотрим эти функции с позиции теории экономики. В данном случае непонятен смысл коммерческой функции. Как мы уже отмечали ранее, капитал это стоимость, приносящая прибавочную стоимость. Поэтому получение прибыли является целью вложения капитала, а не рынка. Вкладываться капитал может в различные активы, в т.ч. и финансовые, а не в рынки. Исключения составляют случаи, когда отдельный рынок является объектом вложения, т.е. рассматривается как актив (например, приобретение акций какой-то фондовой биржи). Рынок – место встречи спроса и предложения или место обмена товарами. В процессе обмена фиксируется прибыль, заложенная в стоимость товара. На финансовых рынках товаром являются деньги или приравненные к ним активы (они являются высоколиквидными, т.к. легко превращаются в деньги). Особенность финансовых рынков в том, что только на них можно накопить или занять капитал, т.к. деньги на этих рынках перераспределяются в доходоприносящие активы, обращающиеся в сфере реального бизнеса (акции компаний дорожают, если растет рыночная стоимость ее активов или, как еще говорят, повышается уровень капитализации компании).

Вызывает сомнения и выполнение рынками ценообразующей функции. Мы согласны с тем, что цена на товар формируется на основе соотношения спроса и предложения. Но это соотношение зависит от состояния экономики, уровня доходности финансового актива, что, в свою очередь, определяется множеством других факторов. Поэтому рынок может служить индикатором этого состояния, следовательно, что он выполняет информационную функцию.

Регулирующая функция рынка также является надуманной. Сам рынок является объектом регулирования, правила поведения на нем устанавливает не рынок, а компетентные органы (международные соглашения, законодательство, внутренние нормативные документы бирж, систем внебиржевых торгов и т.п.).

---

– ЮНИТИ- ДАНА, 2012. - 687 с. С. 400

<sup>96</sup> Аскинадзи В.М. Рынок ценных бумаг. – Учебно-методический комплекс. – М., Изд. центр ЕАОИ, 2008. – 211 с. С. 8

<sup>97</sup> [https://studbooks.net/1575454/finansy/teoreticheskie\\_osnovy\\_finansovogo\\_rynka\\_struktura](https://studbooks.net/1575454/finansy/teoreticheskie_osnovy_finansovogo_rynka_struktura)

По мнению Ж. Г. Голодовой финансовый рынок призван выполнять следующие функции:

- создавать условия для мобилизации денежных средств;
- обеспечивать перелив капитала в различные отрасли и сферы деятельности;
- формировать механизм ценообразования на финансовые активы;
- оказывать посреднические услуги участникам рынка;
- осуществлять страхование сделок и др<sup>98</sup>.

Примерно такого же взгляда придерживаются А.Н. Трошин<sup>99</sup> и А. Тихонов<sup>100</sup>.

В отличие от Ж.Г. Голодовой, вместо страхования сделок А.Н. Трошин говорит о формировании условий для минимизации финансового и коммерческого риска, что, на наш взгляд, более точно отражает смысл данной функции, которая включает в себя помимо страхования еще и такие способы переноса риска как хеджирование и гарантии и поручительства третьих лиц, а также другие приемы снижения риска.

Что касается функций мобилизации денежных средств, их эффективного распределения, то по существу эти действия осуществляются в рамках распределительной функции финансов, которая предусматривает формирование и целевое использование фондов денежных средств. Поэтому эти функции свойственны всей финансовой системе, а не только финансовым рынкам. Это относится и к функции по снижению рисков.

А.Н. Трошин формулирует также функцию ускорения оборота капитала, способствующей активизации экономических процессов: «Обеспечивая мобилизацию, распределение и эффективное использование свободного капитала, удовлетворение в кратчайшие сроки потребности в нем отдельных

---

<sup>98</sup> Голодова Ж. Г. Финансы и кредит: Учеб. пособие. - М.: ИНФРА-М, 2012. – 448 с. – (Учебники РУДН). С. 71

<sup>99</sup> Трошин А.Н. Финансы и кредит [Электронный ресурс] - Режим доступа: <http://www.be5.biz/ekonomika/f006/index.htm/> - Дата доступа: 08.07.2013

<sup>100</sup> Тихонов, А. Финансовый рынок как рефлексивная система / А. Тихонов // Банковский вестник. - 2011. - № 28. - С. 5-8.

хозяйствующих субъектов, финансовый рынок способствует ускорению оборота используемого капитала, каждый цикл которого генерирует дополнительную прибыль и прирост национального дохода в целом»<sup>101</sup>.

Следует отметить, что это специфическая функция финансовых рынков, назначение которой вовлекать в оборот бездействующие финансовые ресурсы, посредством чего и достигается ускорение оборота совокупного капитала. К специфическим функциям финансовых рынков относится и функция по обеспечению перемещения экономических ресурсов во времени и пространстве между отраслями и сферами как национальной, так и мировой экономики (перелив капитала).

Следует отметить, что Ж. Г. Голодовой не совсем удачно сформулирована функция финансового рынка по оказанию посреднических услуг участникам рынка. Сам рынок оказывать посреднические услуги своим участникам не может. На макроэкономическом уровне в рамках выполнения функций финансовой системы финансовые рынки выступают посредниками только между теми субъектами хозяйствования, у которых имеются свободные денежные средства (продавцы), и теми субъектами, которые в них нуждаются (покупатели), а не всеми его участниками. Если рассматривать рынок как место встречи спроса и предложения, то посреднические услуги оказывают специализирующиеся на этом фирмы и компании. Кроме того, на рынке осуществляют деятельности и другие специализированные участники (консалтинговые компании, депозитарии, информационные агентства и т.п.), которые являются неотъемлемой частью рыночной инфраструктуры. Поэтому, на наш взгляд, правильнее утверждать, что финансовые рынки, формируя специализированные институты, способствуют ускорению вовлечения в оборот свободного капитала.

На основе вышесказанного можно заключить, что финансовые рынки по своей сути, будучи отдельным рыночным сегментом должны выполнять функции свойственные всем рынкам, а будучи частью финансовой системы,

---

<sup>101</sup> Там же.

выполнять все функции, свойственные финансовой системе. Кроме того, финансовые рынки выполняют также следующие специфические функции:

1. Обеспечение перемещения экономических ресурсов во времени и пространстве между отраслями и сферами как национальной, так и мировой экономики.

2. Обеспечение ускорения оборота совокупного капитала, которое осуществляется путем:

- мобилизации, распределения и эффективного использования свободного капитала, удовлетворения в кратчайшие сроки потребности в нем отдельных хозяйствующих субъектов;

- организации процесса доведения финансовых активов до потребителей (покупателей, вкладчиков). Это достигается посредством создание сети различных институтов по реализации финансовых активов (банков, бирж, брокерских контор, инвестиционных фондов, фондовых магазинов и т.п.), способствующих ускорению вовлечения в оборот свободного капитала.

3. Реализация стоимости и потребительной стоимости, заключенной в финансовых активах. В процессе выполнения финансовым рынком данной функции происходит движение стоимости общественного продукта, которое завершается обменом денег на финансовый актив<sup>102</sup>.

4. Оказание содействия для реализации на финансовом рынке денежной политики государства.

5. Перевод сбережений (населения) из непроизводительной в производительную форму<sup>103</sup>.

Правильное понимание функций финансовых рынков необходимо для разработки нормативно-правовых документов и формирования механизмов регулирования развития финансовых рынков в стране, а также для оптимизации

---

<sup>102</sup> [https://works.doklad.ru/view/2AX\\_48KkqNU.html](https://works.doklad.ru/view/2AX_48KkqNU.html)

<sup>103</sup> <https://works.doklad.ru/view/1SX7KYZVRK4/all.html>



распределения функций между финансовыми институтами, осуществляющими свою деятельность на финансовых рынках.

### **1.2.5. Сущность финансовых рынков и базовые основы их эффективного функционирования в Узбекистане**

Обобщая исследования, представленных в литературе взглядов на сущность финансовых рынков, и результаты проведенной выше научной дискуссии по данной теме, можно сделать следующие выводы по ключевым составляющим признакам, формирующим это понятие:

1. Исходя из сущности финансового рынка как экономической категории, финансовыми рынками являются только те рынки, на которых обращаются (место встречи спроса и предложения) не просто деньги, а формируются и используются денежные фонды, или, как их еще трактуют, – финансовые ресурсы.

2. Объектами торговли (обмена) на финансовых рынках являются ликвидные активы в форме финансовых инструментов, которые реализуются через рыночную инфраструктуру, включающей специализированные финансовые институты. При этом финансовый инструмент представляет собой такой инструмент, посредством которого создаются (увеличиваются) финансовые активы субъектов хозяйствования. Финансовые активы – это имущественные ценности субъектов хозяйствования в форме наличных денежных средств и финансовых инструментов, принадлежащих им. Исходя из этих позиций, к основным финансовым активам хозяйствующего субъекта относятся: денежные активы в национальной и иностранной валюте; дебиторская задолженность во всех её формах; краткосрочные финансовые вложения; долгосрочные финансовые вложения, формируемые в процессе распределения (размещения) финансовых ресурсов. Эти активы являются быстроликвидными, т.е. являются денежными средствами или легко в них превращаются.

3. Сегментами финансового рынка являются:

- валютные рынки (как внутренние, так и международные);
- рынки ценных бумаг;
- рынки золота и драгоценных металлов;
- рынки ссудных капиталов;
- рынки производных финансовых инструментов;
- рынок пенсионных и страховых фондов.

4. Финансовые рынки по своей сути, будучи отдельным рыночным сегментом должны выполнять функции свойственные всем рынкам, а будучи частью финансовой системы, они выполняют все функции, свойственные финансовой системе. Специфическими функциями финансовых рынков являются:

а) обеспечение перемещения экономических ресурсов во времени и пространстве между отраслями и сферами как национальной, так и мировой экономики;

б) обеспечение ускорения оборота совокупного капитала, которое осуществляется путем:

- мобилизации, распределения и эффективного использования свободного капитала, удовлетворения в кратчайшие сроки потребности в нем отдельных хозяйствующих субъектов;

- организации процесса доведения финансовых активов до потребителей (покупателей, вкладчиков). Это достигается посредством создание сети различных институтов по реализации финансовых активов (банков, бирж, брокерских контор, инвестиционных фондов, фондовых магазинов и т.п.), способствующих ускорению вовлечения в оборот свободного капитала;

в) реализация стоимости и потребительной стоимости, заключенной в финансовых активах. В процессе выполнения финансовым рынком данной функции происходит движение стоимости общественного продукта, которое завершается обменом денег на финансовый актив;

г) оказание содействия для реализации на финансовом рынке денежной политики государства;

д) перевод сбережений (населения) из непроизводительной в производительную форму.

В научной литературе приводится классификация финансовых рынков и по другим признакам: по объектам купли-продажи или видам финансовых активов, по географическому или социально-демографическим признакам, по степени организованности, по срочности реализации сделок, по принципу возврата на финансовый рынок, по уровню риска. Однако такие признаки не раскрывают сущности данной категории и могут использоваться как внутри сегментная классификация или в целях выявления схожих и однородных черт между сегментами финансового рынка.

На основе изложенного выше можно заключить, что **финансовыми рынками являются рынки, на которых формируются и используются денежные фонды и другие ликвидные активы в форме финансовых инструментов с помощью определенной институциональной инфраструктуры, включающей специализированные финансовые институты. Другими словами, финансовые рынки – это рынки на которых преобладают финансовые отношения, где объектом купли-продажи являются денежные средства или близкие к ним по ликвидности активы, которые еще называют «приравненные к деньгам активы». Иначе говоря, на финансовых рынках производится обмен финансовыми активами. При этом мы согласны с утверждениями авторов о том, что отличительной особенностью финансовых рынков является то, что только на них можно накопить или занять капитал<sup>104</sup>.**

Хотелось обратить внимание, что именно эта особенность финансовых рынков в процессе некорректного перевода или вследствие неправильного упрощения словосочетаний, стала причиной того, что отдельные авторы финансовый рынок называют рынком капиталов. Но такое толкование расширяет границы финансовых рынков до сфер торговли любыми активами,

---

<sup>104</sup> Чеботарь Ю. М. Финансы и финансовые рынки : Полный курс МВД / Ю. М. Чеботарь. – М. : Рил Групп. 2011. – (Российское бизнес-образование).

способными приносить прибавочную стоимость: рынок недвижимости, человеческого капитала, интеллектуальной собственности, инноваций, произведений искусств и т.п. Если бы данное заблуждение имело исключительно теоретическое значение, то на этом вопросе можно было не останавливаться. Однако, во исполнение Указа Президента Республики Узбекистан от 14 января 2019 года № УП-5630 «О мерах по коренному совершенствованию системы управления государственными активами, антимонопольного регулирования и рынка капитала» и постановления Президента Республики Узбекистан от 24 января 2019 года № ПП-4127 «Об организации деятельности Агентства по развитию рынка капитала Республики Узбекистан», было принято постановление Кабинета Министров от 7 августа 2019 года № 650 «Об утверждении положений об Агентстве по развитию рынка капитала Республики Узбекистан и Фонде содействия развитию рынка капитала при агентстве по развитию рынка капитала Республики Узбекистан». Согласно данному положению Агентство является уполномоченным государственным органом по регулированию рынка ценных бумаг и деятельности по организации лотерей, а также развитию корпоративного управления, т.е. регулироваться будет только один из сегментов финансового рынка. Неправильное (слишком амбициозное) название министерства будет вводить всех в заблуждение, а также может негативно сказаться на репутации страны, т.к. ни в одной из развитых стран, в число которых республика стремится войти, такого органа не существует. Вместе с тем, создание подобного министерства не решит проблемы, т.к. командно-административными методами создать финансовый рынок невозможно, тем более министерства больше выполняют регулирующие и надзорные функции.

В качестве аргументов используем результаты исследований зарубежных ученых специалистов. По мнению Ж. Г. Голодовой для успешного функционирования финансового рынка необходимы:

- стабильность политической и экономической систем;
- развитость банковского сектора;

- законодательное обеспечение, развитая информационная база, большое количество инструментов и участников сделок;

- механизмы, обеспечивающие прозрачность сделок и т.д.<sup>105</sup>.

Вряд ли специально созданное ведомство сможет обеспечить стабильность политической и экономической систем, развитость банковского сектора, большое количество покупателей и продавцов финансового продукта, а тем более определение стоимости продукта рыночными силами спроса и предложения.

### **1.3. Отличие понятия «рынок финансовых услуг» от понятия «финансовый рынок»**

Продолжительное время в экономической литературе существовало только понятие финансового рынка, что ограничивало понимание происходящих процессов связанных с движением денежного капитала. Однако, учитывая ту уникальную роль, какую финансовый рынок играет в трансформации денежных средств в денежный капитал и усложнение форм и способов размещения денежного капитала, следует воспринимать как должное появление новых специальных видов профессиональной деятельности, направленных на обслуживание владельцев этого капитала и появлению новой категории «финансовая услуга».

Понятия «Финансовые рынки» и «Рынок финансовых услуг» в научной литературе часто отождествляются. Например, статья А.В. Будановой «Регуляторы финансового рынка» начинается с пояснения автора, что представляет собой рынок финансовых услуг, и для чего нужно регулирование финансового рынка<sup>106</sup>. Далее она попеременно использует эти два понятия, не раскрывая их сущности, в результате чего возникает мнение, что автор использует эти понятия как синонимы. М.А. Котляров, рассматривая

---

<sup>105</sup> Голодова Ж. Г. Финансы и кредит: Учеб. пособие. - М.: ИНФРА-М, 2012. – 448 с. – (Учебники РУДН).

<sup>106</sup> А.В.Буданова. Регуляторы финансового рынка. // <https://ecschool.hse.ru/data/2011/04/22/>

государственное регулирование деятельности на финансовых рынках, заявляет, что Центральный банк РФ с 2013 г. наделен функцией мегарегулятора рынка финансовых услуг<sup>107</sup>.

М.И. Беркович, И.К. Осянин также смешивают эти два понятия, когда утверждают: «На рынке финансовых услуг происходит мобилизация финансовых средств, их превращение в необходимые для всех секторов экономики инвестиции. Рынок облегчает процесс расчетов и перемещения финансовых средств, увеличивает платежеспособный спрос, дает возможность приумножения накоплений, страхует население и бизнес от различных рисков, а также выполняет множество других важных функций, дающих экономике возможности быстрого развития и повышающих качество жизни населения»<sup>108</sup>. Как было ранее показано авторами мобилизация финансовых средств происходит на финансовых рынках. А рынок финансовых услуг облегчает процесс расчетов и перемещения финансовых средств. Именно в таком контексте понимают сущность рынка финансовых услуг большинство ученых специалистов данной сферы.

Вместе с тем, обзор научной литературы не позволил обнаружить следующее:

1. В зарубежных изданиях термин «финансовая услуга» используются довольно часто, но не везде раскрывается что под этим выражением понимается<sup>109</sup>. В частности, в журнале «Финансы и Кредит» [№3 за 2009 г.] опубликована статья, озаглавленная «Электронная коммерция и финансовые услуги: перспективы взаимодействия», где, однако, не приводится определений.

---

<sup>107</sup> Котляров М.А. Рынок недвижимости в системе обеспечения финансовой стабильности Центральным банком РФ. /Издательский дом ФИНАНСЫ И КРЕДИТ, 2015. // <http://www.fin-izdat.ru/journal/fa/>

<sup>108</sup> Беркович М.И., Осянин И.К. Рынок финансовых услуг: уточнение понятий. / [http://vestnik.kstu.edu.ru/Images/ArticleFile/Беркович\\_Рынок%20финансовых%20услуг.pdf](http://vestnik.kstu.edu.ru/Images/ArticleFile/Беркович_Рынок%20финансовых%20услуг.pdf)

<sup>109</sup> Алан Рот, Александр Захаров, Яков Миркин, Ричард Бернанд, Петр Баренбойм, Бруксли Борн. Основы государственного регулирования финансового рынка. Зарубежный опыт. Учебное пособие для юридических и экономических вузов. М.: Юрицинформ», 2002.

И. А. Бланк рассматривает финансовый рынок как рынок, на котором объектом купли-продажи выступают различные финансовые инструменты и финансовые услуги<sup>110</sup>. Но чем отличаются финансовые инструменты от финансовых услуг не раскрывает.

Принятый в США Закон Грэма-Лича-Блилей «О модернизации финансовых услуг», Gramm-Leach Bliley Act (GLBA), который является одним из основных законов, регулирующих рынок финансовых услуг в США, напрямую не дает толкования термину «финансовая услуга», хотя в контексте этот термин используется постоянно.

2. Однозначно понимаемого термина «финансовая услуга» не существует, а наиболее существенные аспекты формирования и развития рынка финансовых услуг в экономической литературе рассматривается, в основном, фрагментарно – с точки зрения банковского, страхового или инвестиционного сегментов, а представления о нем, как о целостной системе не получили надлежащего освещения. В частности, по мнению экономиста Департамента по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ Ирены Асмундсон: «Финансовая услуга представляет собой не сам финансовый товар, скажем, ипотечную ссуду на покупку дома или страховой полис на автомобиль, а нечто, что наиболее точно можно охарактеризовать как процесс приобретения финансового товара. Иными словами, это транзакция, требующаяся для получения финансового товара. Финансовый сектор охватывает множество различных видов транзакций в таких областях, как недвижимость, потребительские кредиты, банковская и страховая деятельность. Он также включает широкий спектр финансирования инвестиций, в том числе ценных бумаг»<sup>111</sup>.

Примерно такое определение дает и Е.В. Подкатилова: «Под классификацией финансовых услуг в общем виде можно представить и предложить с точки зрения финансового права и экономического содержания три группы услуг: (а) страховые услуги, (б) банковские и другие финансовые

---

<sup>110</sup> Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. Киев: Ника-Центр, 1999.

<sup>111</sup> Асмундсон И. Что такое финансовые услуги?//Finance & Development March 2011

операции, за исключением страхования, (в) инвестиционные услуги, т. е. услуги на рынке ценных бумаг»<sup>112</sup>.

В статье Е.В. Караваевой «Рынок финансовых услуг и его место в структуре финансового рынка» предлагается такое определение: «финансовая услуга – экономические отношения между участниками финансового рынка, возникающие по поводу трансформации денежных средств в денежный капитал юридических и физических лиц на банковском, страховом и инвестиционном рынках»<sup>113</sup>.

В этих определениях финансовые услуги рассматриваются с позиции их осуществления на отдельных сегментах рынка финансовых услуг, а не рынка в целом, который значительно шире и многообразнее.

3. Отсутствует единообразие в толковании понятия «финансовые услуги», что обусловлено использованием различных подходов к раскрытию сущности данной дефиниции.

Отдельные специалисты это понятие в основном используют в качестве синонима термина «операция». Например, В.В. Ковалев трактует термин «услуга» следующим образом: «При временном отсутствии средств на счете плательщика банк может произвести оплату за счет собственных средств в пределах установленной суммы (овердрафт), если данная услуга установлена соглашением между банком и клиентом»<sup>114</sup>.

Другие ученые рассматривают финансовые операции лишь как разновидность финансовых услуг. В частности, американский экономист П. Роуз определяет банк как фирму, предоставляющую финансовые услуги<sup>115</sup>. При этом он относит к финансовым услугам такие виды деятельности банка, как управление денежными ресурсами, потребительский кредит, управление потоками денежной наличности, лизинг, продажу пенсионных планов. Главным

---

<sup>112</sup> Подкатилова Е.В. Рынок финансовых услуг и его место в структуре финансового рынка // Нефтегазовое дело, 2006 <http://www.ogbus.ru>

<sup>113</sup> [https://lib.herzen.spb.ru/media/magazines/contents/1/26\(60\)/karavayeva\\_26\\_60\\_122\\_127.pdf](https://lib.herzen.spb.ru/media/magazines/contents/1/26(60)/karavayeva_26_60_122_127.pdf)

<sup>114</sup> Ковалев В.В. Финансы. М:Проспект. – 2009 г. – с.51

<sup>115</sup> Роуз, Питер С. Банковский менеджмент. Предоставление финансовых услуг : Учебник : Пер.с англ. / Питер С. Роуз. – М. : Дело, 1995. – 743с.



отличительным признаком финансовой услуги, по мнению П. Роуза, является ее удобство и связь с перемещением различной финансовой информации, тогда как финансовые операции тем или иным образом отождествляются с различными формами перемещения денежных средств. Тем не менее, четкого определения финансовой услуги автором не предлагается.

Н.Г. Семилютина исходит из того, что понятие «финансовые услуги» и «инвестиционные услуги» в настоящее время являются тождественными. При этом в ее работах это обстоятельство рассматривается, как очевидное и не требующее каких-либо обоснований. Так в своей докторской диссертации Н.Г. Семилютина вначале дает определение инвестирования: «Инвестированием является акт отчуждения собственником ... денежных средств ... с целью последующего получения дохода»<sup>116</sup>, а из него далее выводит свое определение финансовой услуги: «Финансовой услугой (или инвестиционной услугой) является услуга, оказываемая профессиональным участником рынка финансовых услуг ... на основании договора с целью передачи денежных средств отчуждаемых инвестором в пользу реципиента инвестиций»<sup>117</sup>. По мнению Н.Г. Семилютиной квалификация услуги в качестве финансовой существенно зависит от цели, с которой клиент финансовой организации (профессионального участника соответствующего рынка) отправляет свои деньги в оборот. Именно в связи с наличием такой цели финансовая услуга и тождественна инвестиционной.

Основываясь на данном ей определении, Н.Г. Семилютина не признает финансовыми услугами операции по расчетному банковскому счету, операции с банковскими карточками, страховые услуги, не связанные с размещением страховой организацией денежных средств. Не подпадают под это определение потребительское кредитование, консалтинговые и информационные услуги на финансовых рынках.

---

<sup>116</sup> Семилютина Н.Г. Формирование правовой модели российского рынка финансовых услуг: автореферат дисс. ... докт. юрид. наук 12.00.03 – М., 2005 с.14. Для экономии места текст Н.Г. Семилютиной немного сокращен, но изложен с полным сохранением смысла.

<sup>117</sup> Семилютина Н.Г. там же.

По мнению специалистов Forex Club: «Рынок финансовых услуг включает в себя проведение любых денежных операций, в частности: кредитование, прием депозитов и вкладов, страховые операции, услуги по переводу денежных средств, услуги на рынке ценных бумаг и деривативов, брокерские услуги по выходу на международный валютный рынок, а также по управлению активами и инвестиционной деятельностью. Соответственно, к организациям на рынке финансовых услуг относятся банки, кредитные организации, страховые организации, пенсионные фонды, брокерские и букмекерские дома, паевые инвестиционные фонды (ПИФы) и так далее»<sup>118</sup>. В данном случае, авторы пытаются сформулировать понятие финансовой услуги через перечисление ее видов.

4. Отсутствие единого понимания сущности финансовой услуги привело к тому, что в большинстве нормативно-правовых документов дается расплывчатое или поверхностное определение этого термина и приводится перечень услуг, относящихся к таковым.

М.И. Беркович и И.К. Осянин в своей статье приводят документ, разработанный рейтинговым агентством «Эксперт РА» и Ассоциацией региональных банков России, осуществленный под эгидой общественной палаты РФ – «Повышение доступности финансовых услуг». В нем содержится такой абзац: «К финансовым услугам принадлежит широкий перечень услуг, оказываемых населению финансовыми организациями. Среди них – платежно-расчетные услуги и услуги по переводу денежных средств, кредитование, прием депозитов и вкладов (сбережений) населения, страховые услуги, услуги пенсионного страхования и обеспечения, комплекс услуг на рынке ценных бумаг по инвестированию и управлению денежными средствами граждан (брокерские, депозитарные услуги, услуги по доверительному управлению, управлению ПИФ-ами и т.д.)»<sup>119</sup>. Очевидно, что в приводимом документе присутствует широкий перечень услуг, но их признаки не сформулированы.

---

<sup>118</sup> <https://www.fxclub.org>

<sup>119</sup> Беркович М.И., Осянин И.К. Рынок финансовых услуг: уточнение понятий//

Определение финансовой услуги также содержится в Приложении 6 к Соглашению о партнерстве и сотрудничестве, учреждающее партнерство между Российской Федерацией, с одной стороны, и Европейскими сообществами и их государствами-членами, с другой стороны, заключенном на о. Корфу 24.06.1994 г. В соответствии с Соглашением под финансовой услугой понимается любая услуга финансового характера, предоставляемая поставщиком финансовых услуг. Иными словами финансовая услуга – это то, что предоставляется поставщиком таких услуг. То есть имеет место определение одного понятия через определение другого смежного с ней понятия. Следуя логике приведенного определения, чтобы определить, что такое финансовая услуга мы должны выяснить кто такой «поставщик финансовых услуг», и какие виды деятельности он может осуществлять, соответственно они и будут финансовыми услугами.

Согласно данному соглашению финансовые услуги включают следующие виды деятельности<sup>120</sup>:

**А. Все страховые и имеющие отношение к страхованию услуги**

1. Прямое страхование (включая совместное страхование)
2. Перестрахование и ретроцессия.
3. Страховое посредничество, такое как брокерские или агентские операции.
4. Услуги, вспомогательные страхованию, такие как консультационные, актуарные, оценка рисков, услуги по урегулированию претензий.

**В. Банковские и другие финансовые услуги (исключая страхование)**

1. Принятие депозитов и прочих возвратных средств от населения.
2. Кредитование всех видов, включая потребительский кредит, залоговый кредит, факторинг и финансирование коммерческих сделок.
3. Финансовый лизинг.

---

<http://vestnik.kstu.edu.ru/Images>.

<sup>120</sup> Соглашение о партнерстве и сотрудничестве, учреждающее партнерство между Российской Федерацией, с одной стороны и европейскими сообществами и их государствами-членами с другой стороны // СЗ 1998, №16, ст.1802.

4. Все виды услуг по переводу платежей и денег, включая выдачу кредитных и дебетных карт, дорожных чеков и банковских векселей.

5. Гарантии и обязательства.

6. Осуществление, за свой счет и за счет клиентов, на валютной бирже, на внебиржевом рынке ценных бумаг или иным образом операций с:

кредитными обязательствами, обращающимися на денежном рынке (включая чеки, векселя, депозитные сертификаты и т.п.),

иностранной валютой,

производными продуктами, включая, но не исключительно, фьючерсные контракты и опционы,

инструментами, связанными с изменением валютных курсов и процентных ставок, включая сделки "своп" и форвардные сделки,

переводными ценными бумагами,

прочими оборотными документами и финансовыми активами, включая торговлю золотом и серебром в слитках.

7. Участие в выпуске всех видов ценных бумаг, включая гарантирование размещения их выпуска на рынке и их размещение в качестве агента (публичная или закрытая подписка) и оказание услуг, имеющих отношение к выпуску ценных бумаг.

8. Операции на денежном рынке.

9. Операции по управлению активами, такие как прямые и портфельные инвестиции, все формы управления совместными инвестиционными проектами, управление пенсионными фондами, сохранное депозиторство и трастовые услуги.

10. Услуги по осуществлению платежей и клиринговых расчетов по финансовым активам, включая ценные бумаги, производные продукты и другие оборотные документы.

11. Предоставление и передача финансовых данных, обработка финансовых данных и предоставление соответствующего программного обеспечения поставщиками других финансовых услуг.

12. Консультационное посредничество и другие вспомогательные финансовые услуги по всем видам деятельности, перечисленным выше в пунктах 1 – 11, включая справочные и аналитические материалы по кредитам, исследования и рекомендации по вопросам инвестиций и размещения ценных бумаг, выработку рекомендаций по приобретению и по корпоративному реструктурированию и стратегии.

Определение финансовых услуг имеется и в Генеральном соглашении по торговле услугами (ГАТС/GATS), Марракеш, 15 апреля 1994 г.<sup>121</sup> Согласно данному соглашению финансовые услуги включают все страховые и относящиеся к страховым услуги, а также все банковские и другие финансовые услуги (помимо страхования).

В статье 4 Федерального закона от 26.07.2006 №135-ФЗ «О защите конкуренции» дано такое определение: «финансовая услуга – банковская услуга, страховая услуга, услуга на рынке ценных бумаг, услуга по договору лизинга, а также услуга, оказываемая финансовой организацией и связанная с привлечением и (или) размещением денежных средств юридических и физических лиц». Однако, как точно подметил Ю.Б. Фогельсон: «Поскольку все, перечисленные в этом законе услуги связаны с привлечением и размещением чужих денежных средств, то «связь с привлечением и размещением денежных средств физических и юридических лиц» можно считать одним из квалифицирующих признаков этих услуг для целей данного определения. Причем на рынках все время появляются новые виды таких услуг и поэтому их перечень не исчерпывающий»<sup>122</sup>. Данное замечание можно всецело отнести и остальным приведенным выше документам.

---

<sup>121</sup> На английском языке это соглашение опубликовано в издании *International Investment Instruments: A Compendium. Volume I.- New York and Geneva: United Nations, 1996. P. 285 - 323*. На русский язык оно официально переведено и опубликовано не было, но неофициальный перевод имеется в информационной базе «Международные правовые акты» СПС «Консультант Плюс».

<sup>122</sup> Фогельсон Ю.Б. К вопросу о понятии «финансовые услуги»// <https://www.hse.ru/pubs/share/direct/document/67113368>

Изучив основные нормативно-правовые документы Республики Узбекистан (Гражданский кодекс, Законы «О банках и банковской деятельности», «О частных банковских и финансовых институтах и гарантиях их деятельности», «О страховой деятельности», «О конкуренции» и др.), регулирующие вопросы оказания финансовых услуг можно сделать вывод о том, что в законах определения понятия «финансовые услуги» отсутствует.

Гражданский кодекс (ГК) Республики Узбекистан не содержит понятия финансовой услуги. Вывод о том, что финансовые услуги не обходятся правовым регулированием, можно сделать, проведя анализ договорных конструкций, изложенных в части второй ГК. Так, некоторые вопросы оказания финансовых услуг регулируются положениями гл. 29 («Купля-продажа»), 31 («Мена»), 41 («Заем и кредит»), 42 («Финансирование под уступку денежного требования»), 43 («Банковский вклад»), 44 («Банковский счет»), 45 («Расчеты»), 51 («Хранение»), 46 («Поручение»), 49 («Доверительное управление имуществом»).

В соответствии со ст. 703 ГК по договору возмездного оказания услуг исполнитель обязуется по заданию заказчика оказать услуги (совершить определенные действия или осуществить определенную деятельность, не имеющую вещественной формы), а заказчик обязуется оплатить эти услуги. Таким образом, услуга это совершение определенных действий или осуществление определенной деятельности, не имеющей вещественной формы.

Ст. 3 Закона «О частных банковских и финансовых институтах и гарантиях их деятельности» определяет банки, страховые и другие кредитные организации в качестве организации, оказывающих исключительно финансовые услуги.

Несмотря на то, что основной целью Закона Республики Узбекистан «О конкуренции» является регулирование отношений в области конкуренции на товарных и финансовых рынках, Законом не дано определение понятия

«финансовые услуги», не определены виды финансовых услуг, регулируемых данным Законом.

Вместе с тем, Закон определяет понятия финансовый рынок следующим образом «финансовый рынок – сфера обращения финансовой услуги, оказываемой банками и другими кредитными, страховыми и иными финансовыми организациями, а также услуг профессиональных участников рынка ценных бумаг на территории Республики Узбекистан или ее части, которая может не совпадать с административно-территориальным делением Республики Узбекистан и в границах которой имеется возможность ее оказания».

Логика подсказывает, что определение рынка финансовых услуг невозможно вывести, давая перечень услуг, входящих в него. Это можно сделать только после раскрытия содержания понятия «финансовая услуга», его отличительного признака от других понятий (финансовая операция, финансовый продукт, финансовая деятельность).

По мнению М.А. Котлярова: «Финансовая услуга – это привлечение в любой юридической форме денежных средств, ценных бумаг, иных активов и имущественных прав, имеющих денежную оценку, и их последующее размещение в любые виды активов на условиях возвратности с обеспечением выгоды в материальной, денежной форме, либо ином полезном результате для лица, предоставившего указанные активы»<sup>123</sup>.

М.И. Беркович и И.К. Осянин, исходя из определения финансовых услуг, данного М.А. Котляровым, попытались более точно сформулировать суть финансовой услуги в традиционном (узком смысле) и более широком, включающим в себя такие современные виды финансовых услуг, как, например, мобильные платежи, или электронные Интернет- платежные системы:

---

<sup>123</sup> Котляров М.А. Регулирование деятельности микрофинансовых организаций на российском рынке [Текст] // Финансы и кредит. – 2009г.- №35 – с 10-12

Финансовая услуга (в широком смысле) – услуга, напрямую не связанная с приобретением материальных объектов, а призванная в силу договорных обязательств, перераспределить финансовые средства между физическими и (или) юридическими лицами – участниками сделки.

Финансовая услуга (в узком смысле) – услуга по привлечению и последующему размещению финансовых средств физических и юридических лиц на условиях платности и возвратности<sup>124</sup>.

По мнению этих авторов, специфика финансовых услуг состоит в том, что большинство из них, в частности, кредитование, могут иметь условия, варьирующиеся для той иной категории клиентов. Более того, для клиента условия и порядок оплаты предоставляемой финансовой услуги являются определяющим фактором, выступая наравне с ценой услуги. По сути условия, на которых предоставляется финансовая услуга (для кредитования – максимальный размер кредита, порядок финансирования, сроки рассмотрения заявки, сроки и порядок оплаты, требования к заемщику и т.д.) являются готовым пакетом предложений клиенту. Этот конкретный пакет предложений часто называют – «финансовый продукт». Финансовый продукт включает в себя:

экономическую характеристику (назначение, содержание и роль);

порядок организации предоставления финансовой услуги (цена, срок, правила документооборота, порядок учета);

полный набор документов сопровождающих реализацию конкретной финансовой услуги (договора, прочие документы).

Далее авторы заключают, что рынок финансовых услуг отражает конкретные формы организации движения финансовых ресурсов. В качестве провайдеров услуг на рынке финансовых услуг выступают различные финансовые институты (банки, страховые компании, лизинговые компании), а также прочие организации, предоставляющие финансовые услуги (почта); в

---

<sup>124</sup> Беркович М.И., Осянин И.К. Рынок финансовых услуг: уточнение понятий// <http://vestnik.kstu.edu.ru/Images>.



качестве клиентов – юридические и физические лица, имеющие потребность в финансовых услугах.

Согласно учебным материалам сайта [portfinance.ru](http://portfinance.ru) под финансовыми услугами понимаются операции с финансовыми активами, которые осуществляются в интересах третьих лиц за собственный счет или за счет этих лиц в случаях, предусмотренных законодательством, и за счет привлеченных от других лиц финансовых активов, с целью получения прибыли или сохранения реальной стоимости финансовых активов<sup>125</sup>.

Принципиально другой подход к определению финансовой услуги, предложен авторами в работе под редакцией Ю.Б. Фогельсона «Защита прав потребителей финансовых услуг». В данной работе, на основе анализа Федерального закона «О защите конкуренции», авторы выводят необходимую и достаточную совокупность квалифицирующих признаков финансовых услуг:

- это услуги, связанные с привлечением и размещением чужих денежных средств;

- оказываемые финансовой организацией, исчерпывающий перечень которых приведен в Законе.

При этом, по их мнению, главным признаком финансовой услуги здесь является характер деятельности, который осуществляет финансовая организация – финансовое посредничество, под которым понимается «деятельность по привлечению и размещению чужих денежных средств»<sup>126</sup>.

В заключении данные авторы делают вывод о том, что понятие «финансовые услуги» появляется в законодательстве там и тогда, где и когда возникает необходимость отрегулировать деятельность по финансовому посредничеству – привлечению и размещению денежных средств – независимо от того, с какой целью эти деньги запущены в оборот. Поэтому для создания механизмов правовой защиты тех интересов, о которых сказано выше, имеет смысл вводить общее понятие, охватывающее любую деятельность

---

<sup>125</sup> <http://portfinance.ru/rynok-1.html>

<sup>126</sup> Защита прав потребителей финансовых услуг / М.Д. Ефремова, В.С. Петрищев, С.А. Румянцев и др.; отв. ред. Ю.Б. Фогельсон. М.: Норма, Инфра-М, 2010. 368 с

финансовых посредников, независимо от целевого назначения тех денег, с которыми они имеют дело.

Анализ подзаконных актов Республики Узбекистан на предмет определения понятия «финансовые услуги» показал, что согласно Положению о порядке признания доминирующего положения хозяйствующего субъекта или группы лиц на товарном или финансовом рынке и ведения Государственного реестра хозяйствующих субъектов, занимающих доминирующее положение на товарном или финансовом рынке, утвержденного постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 20.08.2013г. № 230, финансовая услуга эта услуга, оказываемая банками и другими кредитными, страховыми и иными финансовыми организациями, а также услуга профессиональных участников рынка ценных бумаг и иная услуга, связанная с привлечением и (или) размещением денежных средств.

К сожалению, в вышеуказанном положении также не указан конкретный перечень финансовых услуг, по которым определяется доминирующее положение хозяйствующего субъекта.

С точки зрения оценки состояния конкуренции и антимонопольного регулирования финансовых рынков, на наш взгляд, при определении понятия «финансовая услуга» целесообразно исходить из объекта регулирования, т.е. поставщиков финансовых услуг. С этой точки зрения вышеуказанное определение понятия «финансовая услуга» является наиболее подходящей. Однако данное определение не охватывает всех поставщиков финансовых услуг, в частности лизинговые, факторинговые и форфейтинговые компании. В нем товары, обращающийся на финансовых рынках ограничиваются только ценными бумагами и денежными средствами, тогда как на данных рынках обращаются также другие финансовые активы и обязательства, такие как драгоценные металлы, производные финансовые инструменты, долговые обязательства и т.п.

Кроме того, приведенное выше определение финансовых услуг не включает в себя деятельность финансовых институтов, оказывающих вспомогательные услуги:

вспомогательные страхованию услуги, такие как консультационные, актуарные, оценка рисков, услуги по урегулированию претензий;

консалтинговые, информационные и другие вспомогательные финансовые услуги на основных финансовых рынках, включая справочные и аналитические материалы по кредитным вопросам, исследования и рекомендации по прямым и портфельным инвестициям, рекомендации по вопросам приобретения, реорганизации и стратегии корпораций. Особое место среди финансовых услуг занимает оценочная деятельность, ввиду того, что она осуществляется как на финансовых рынках, так и товарных, но она не предполагает привлечение и размещение средств третьих лиц.

В связи с этим, на наш взгляд, понятию финансовая услуга целесообразно дать следующее определение: **финансовая услуга это услуга, оказываемая банками и другими кредитными, страховыми, лизинговыми и иными финансовыми организациями, а также услуга участников финансового рынка (включая услуги профессиональных участников рынка ценных бумаг, вспомогательные, консультационные и информационные услуги, оказываемые как самими финансовыми посредниками, так и другими лицами) и иная услуга, связанная с привлечением и (или) размещением денежных средств, исполнением сделок с другими финансовыми активами и обязательствами.**

В целях конкретизации объекта антимонопольного регулирования на финансовых рынках необходимо в Законе «О конкуренции» дать четкое определение понятию «финансовые услуги», определить виды финансовых услуг и их субъекты.

На основе изложенного можно заключить, что термины «финансовый рынок» и «рынок финансовых услуг» имеют отличные друг от друга толкования, являются совершенно разными понятиями, а как сфера

деятельности рынок финансовых услуг является составной и неотъемлемой частью финансового рынка.

## Глава 2. Сегментация финансового рынка, научное обоснование каждого сегмента

### 2.1. Методологические основы сегментации рынков

В экономической литературе достаточно четко определены понятия целевого рынка и целевого сегмента, выделение каждого из общей массы (совокупности) и является основной целью сегментации рынка. Целевой рынок – это потенциальный рынок производителя или поставщика услуг (далее организации), который определяется совокупностью людей (потребителей) со схожими потребностями в отношении конкретного товара или услуги, достаточными ресурсами, а также готовностью и возможностью покупать. Целевой сегмент – это однородная группа потребителей целевого рынка организации, обладающая схожими потребностями и покупательскими привычками по отношению к товару (услуге). Таким образом, сегментация рынка – это деятельность по выявлению потенциальных групп потребителей конкретного товара (услуги) организации, а также определению места организации среди конкурентов.

Сегментация (сегментирование) – процесс разделения рынка на группы потребителей по заранее определенным признакам, позволяющий сконцентрировать средства на наиболее эффективном направлении. Необходимым условием сегментации является неоднородность ожидания покупателей и покупательских состояний.

Объектами сегментации рынка являются:

Сегментация рынка по группам потребителей.

Сегментация рынка по параметрам продукции.

Сегментация рынка по основным конкурентам<sup>127</sup>.

Сегментация *по группам потребителей* – это группировка потребителей по каким-либо признакам, в той или иной степени определяющим мотивы их поведения на рынке. Основными признаками сегментации рынка по группам

---

<sup>127</sup> Принципы и методы сегментации рынка//<https://works.doklad.ru/view/>

потребителей являются географические, демографические, психографические, поведенческие. Сегмент рынка по группам потребителей определяется по совпадению у определенных групп потребителей нескольких признаков.

Сегментация *по группам продуктов* – это производная от сегментации рынка по группам потребителей, которая учитывает запросы и предпочтения потребителей по качественным характеристикам продукта (товара, услуг).

Сегментация *по организациям (конкурентам)* – это группировка конкурентов по факторам конкурентоспособности в продвижении на рынок.

Сегментация рынка производится по определенным критериям и признакам. Критерий – это способ оценки выбора того или иного сегмента рынка для потребителей, продуктов или организации.

В рамках данного исследования представляют интерес сегментация рынка по группам продуктов и сегментация рынка по конкурентам.

Общими критериями сегментации являются:

- емкость сегмента, по которой определяется число потенциальных потребителей и, соответственно, необходимые производственные мощности;
- каналы распространения и сбыта продукции (услуг), позволяющие решить вопросы формирования сети сбыта;
- устойчивость рынка, позволяющая сделать выбор относительно целесообразности выбора и загрузки мощностей организации;
- прибыльность, показывающая уровень рентабельности организации на данном сегменте рынка;
- совместимость сегмента рынка с рынком основных конкурентов, позволяющая оценить силу или слабость конкурентов и принять решение о целесообразности и готовности нести дополнительные затраты при ориентации на таком сегменте;
- оценка опыта работы конкретного персонала организации на выбранном сегменте рынка и принятие соответствующих мер;
- защищенность выбранного сегмента от конкуренции.

Основными признаками сегментации рынка, но группам продуктов являются функциональные и технические параметры, цена и т. п.

Основными признаками сегментации рынка по конкурентам являются качественные показатели продукта, цена, каналы сбыта, продвижение продукта на рынке<sup>128</sup>.

Правильный выбор самого эффективного рыночного сегмента осуществляется на основании комплексного изучения всех результатов оценки рыночного сегментирования по покупателям, товарам и конкурентам. Все эти виды сегментации являются взаимодополняющими.

Практика оценки рынков свидетельствует, что более глубокая сегментация основывается не на одном каком-либо признаке (хотя, возможно, и очень существенном), а, как правило, на комбинации различных признаков. На этом построены все существующие в настоящее время процедуры и методы сегментации рынка, основными из которых являются:

- сегментации по выгодам;
- построения сетки сегментации;
- многомерной классификации;
- группировок;
- функциональных карт<sup>129</sup>.

*Метод сегментации по выгодам* основан на построении модели поведения потребителей. Предусматривается последовательное прохождение трех этапов:

А. Определение выгод, которые интересуют потребителей, и оценка их важности.

В. Определение различий в образе жизни, которые определяют сегментацию по выгодам, и группировка потребителей по этим оценкам.

С. Определение того, содержат ли сегменты по выгодам различные представления о товаре и конкурирующих марках.

---

<sup>128</sup> Хруцкий В .3. Сегментация рынка по основным конкурентам// <http://economics-lib.ru/books/item>

<sup>129</sup> Методы сегментации рынка//<http://center-yf.ru/data/Marketologu/Metody-segmentacii-rynka.php>

Модель поведения потребителей демонстрирует, как комбинация различий между потребителями и потребительскими ситуациями определяет их поведение. В центре стоят искомые потребителем выгоды от товара, они и определяют восприятие и оценку альтернатив. Восприятие, в свою очередь, определяет выбор товара и его употребление. Глубокая сегментация начинается с выгод и действует по принципу прямой и обратной связи или начинается с поведения и действует по принципу обратной связи. Затем каждый сегмент описывается в категориях поведения, предпочтении, искомых выгод, потребительских ситуаций, потребительской демографии, географии и образа жизни. Реализуя этот процесс, можно опираться на интуицию и использовать способность к оценкам или же применять сложный статистический анализ.

*Метод построения сетки сегментации* используется на уровне макро сегментации для выделения базовых рынков. Рассматривается комбинация переменных, характеризующих функции, потребителей и технологии. На основе анализа значимости выделяются основные сегменты, дающие наибольший процент предпочтений.

Сущность *метода многомерной классификации* заключается в одновременной многомерной (автоматической) классификации признаков потребительского поведения. Такой подход базируется на следующих предположениях. В один тип объединяются люди, имеющие сходства между собой по ряду признаков (демографических, социально-экономических, психографических и т.п.). Степень сходства у людей, принадлежащих одному типу, должна быть выше, чем степень сходства у людей, принадлежащих разным типам. С помощью такого подхода решается задача типизации потребителей по наиболее важной компоненте.

Исследования поведенческой реакции отечественных потребителей на моду выявило три типа потребителей (мужчин и женщин). «Избирательный тип» представляет лиц, тщательно отбирающих модные новинки и предъявляющих к ним высокие требования. «Независимый тип» характеризует лиц, сдержанно реагирующих на моду и придерживающихся выбранного стиля.



«Безразличный тип» считает, что мода не имеет никакого значения, а изделия должны быть недорогими и практичными.

*Метод группировок состоит* в последовательной разбивке совокупности объектов на группы по наиболее значимым признакам. При этом один из признаков выделяется в качестве системообразующего. Формируются подгруппы, в которых значимость этого признака значительно выше, чем во всей совокупности потенциальных потребителей данного товара.

*Метод функциональных карт* предполагает проведение «двойной» сегментации: по продуктам и по потребителям. Такие карты могут быть:

однофакторными, когда двойная сегментация рынка проводится по какому-либо одному фактору и для однородной группы изделий;

многофакторными – при анализе того, для каких групп потребителей предназначена конкретная модель изделий (услуг) и какие ее параметры наиболее важны для продвижения их на рынке.

В любом случае путем составления функциональных карт можно определить, на какой сегмент рынка (т.е. определенную по ряду признаков группу потребителей) рассчитано данное изделие и какие его функциональные параметры соответствуют тем или иным запросам потребителей.

В экономической литературе единых рекомендаций по выбору методов сегментирования рынка не существует. Поэтому рекомендуется опробовать варианты сегментирования на основе разных переменных параметров, одного или нескольких сразу, в попытках отыскать наиболее полезный подход. Однако в процессе сегментации чаще всего предлагается использовать следующие принципы:

- 1) сегментирование по географическому принципу;
- 2) сегментирование по демографическому принципу;
- 3) сегментирование по психографическому принципу;
- 4) сегментирование по поведенческому принципу<sup>130</sup>.

---

<sup>130</sup> <http://center-yf.ru/>

*Сегментирование по географическому принципу* предполагает разбивку рынка на разные географические единицы: государства, штаты, регионы, округа, города, общины.

Организация может принять решение действовать:

- в одном или нескольких географических районах;
- во всех районах, но с учетом различий в нуждах и предпочтениях, определяемых географией.

В некоторых случаях крупные города дополнительно разбивают на более мелкие географические территории.

*Сегментирование по демографическому принципу* заключается в разбивке рынка на группы на основе таких демографических переменных как пол, возраст, размер семьи, этап жизненного цикла семьи, уровень доходов, род занятий, образования, религиозного убеждения, раса и национальность. Демографические переменные – самые популярные факторы, служащие основой для различных групп потребителей. Демографические характеристики легче большинства других типов переменных поддаются замерам.

Для сегментирования рынков используются следующие демографические переменные:

а) возраст и этапы жизненного цикла семьи. Потребности и возможности покупателей меняются с возрастом;

б) пол;

в) уровень доходов, который является еще одним старинным приемом деления рынка;

г) сегментирование по нескольким демографическим параметрам. Большинство организаций проводят сегментирование рынка на основе сочетания 2-х и более демографических переменных.

При *психографическом сегментировании* покупателей подразделяют на группы по признакам принадлежности к общественному классу, образа жизни или характеристик личности:

а) общественный класс. Принадлежность сказывается на предпочтениях человека в отношении предлагаемых товаров и услуг.

б) Образ жизни. Образ жизни оказывает влияние на заинтересованность людей в тех или иных товарах и услугах;

в) тип личности. Переменные характеристики личности также используются продавцами товаров и поставщиками услуг в качестве основы для сегментирования рынка. Организации придают своей продукции личностные характеристики, соответствующие личным характерам потребителей (вклады на детей, надежные ценные бумаги для пенсионеров и т.п.).

При сегментировании на основе поведенческих особенностей покупателей делят на группы в зависимости от знаний, отношений, характера использования товара и реакции на этот товар:

а) поводы для совершения покупки. Покупателей можно различать между собой по поводам возникновения идеи, совершения покупки или использования товара. Сегментированию на основе поводов может помочь организациям поднять степень использования продукции;

б) искомые выгоды. Одна из действенных форм сегментирования – классификация покупателей (потребителей) на основе тех выгод, которых они ищут в товаре (услуге). Сегментирование на основе выгод требует выявления основных выгод, которые люди ожидают от товаров (услуг) конкретного класса, разновидностей потребителей, ищущих каждую из этих основных выгод, и основных марок, которые в той или иной мере присущи эти выгоды;

в) статус пользователя. Многие рынки можно разбить на сегменты: не пользующихся товаром; бывших пользователей; потенциальных пользователей; пользователей-новичков; регулярных пользователей.

Крупные организации, стремящиеся заполучить себе большую долю рынка, особенно заинтересованы в привлечении к себе потенциальных пользователей, а более мелкие кампании стремятся завоевать регулярных пользователей;

г) интенсивность потребления. Рынки можно также разбивать по группам слабых и активных потребителей товаров (услуг). Активные пользователи часто составляют небольшую часть рынка, однако на их долю приходится большой процент общего объема потребления;

д) степень приверженности. Сегментирование рынка можно осуществлять по степени приверженности потребителей к товару (услуге):

- безоговорочные приверженцы. Это потребители, которые все время покупают товар одной и той же марки;

- терпимые приверженцы. Это потребители, которые привержены к 2-3 товарным маркам;

- непостоянные приверженцы. Это потребители, переносящие свои предпочтения с одной товарной марки на другую;

- странники. Это потребители, не проявляющие приверженности ни к одному из марочных товаров. Схема покупательского поведения наводит на мысль, что перед нами не имеющий приверженности потребитель, который либо покупает любую марку из доступных в данный момент, либо хочет приобрести нечто отличное от существующего ассортимента<sup>131</sup>.

Любой рынок состоит из разных численных сочетаний покупателей этих четырех типов. Рынок марочной приверженности – это рынок, на котором больший процент покупателей демонстрирует безоговорочную приверженность к одной из имеющихся на нем марок:

- степень готовности покупателя к восприятию товара. В любой данный момент времени люди находятся в разной степени готовности к совершению покупки товара (услуги). Некоторые из них вообще не осведомлены о товаре, другие осведомлены, третьи информированы о нем, четвертые – заинтересованы; пятые – желают его, шестые – намереваются купить;

---

<sup>131</sup> Колочева, Влада Владимировна. Основы конкурентоспособности : учебное пособие / В. В. Колочева ; Министерство образования и науки Российской Федерации, Новосибирский государственный технический университет, [Факультет бизнеса]. - 2-е изд. перераб. и доп. - Новосибирск : Новосибирский гос. технический ун-т, 2016.

- отношение к товару (услуге). Рыночная аудитория может относиться к товару восторженно, положительно, безразлично, отрицательно или враждебно. Чем яснее можно выявить связь отношений с переменными демографического порядка, тем эффективнее может оказаться работа организации по охвату наиболее перспективных потенциальных клиентов.

Эффективность сегментации рынка определяется четырьмя ключевыми факторами:

1. Возможность сравнительной оценки рынка относительно других рынков, измеримость и идентификация рынка.

2. Выявленный перспективный рынок должен быть достаточно большим по размерам, чтобы в нем выделить, по крайней мере, два типа потребительского поведения. Выделенные сегменты должны быть достаточно емкими для того, чтобы программа формирования целевого маркетинга, рассчитанного на эти сегменты, приобрела реальный смысл.

3. Существование средств стимулирования сбыта, пригодных для воздействия на потенциально существующие сегменты рынка.

4. Отзывчивость потребителей на внешнее воздействие – реакция перспективных покупателей на инициативы организации.

Сегменты рынка должны быть сформированы в соответствии со следующими критериями:

1. Однородность потребителей, отнесенных к каждому из сегментов. Вошедшие в сегмент потребители должны соответствовать эталонному набору признаков. С учетом сходства социально-экономических характеристик клиентов можно прогнозировать сходство в их покупательском поведении.

2. Устойчивые различия между сегментами. Сегменты должны существенно отличаться друг от друга, иметь свои, присущие только им мотивации покупки товара, выявление и учет которых и должны стать целью специалиста в области маркетинга.

3. Достаточно большие размеры сегментов. Чрезвычайное дробление рынков (выделение слишком большого числа мини рынков) оказывается дорогостоящей процедурой и может привести к неэффективной оценке рынка.

4. Полнота информации о каждом выявленном из сегментов. Собранные в ходе сегментационного анализа данные должны представлять практический интерес для аналитика и легко обрабатываться.

5. Сегментация может осуществляться на основе "физических" (т.е. по географическому, демографическому, социально-экономическому признакам) или поведенческих признаков.

В экономической литературе сегментацию делят на следующие виды в зависимости от ее характера проведения и от типа потребителя товара (услуг):

*1. В зависимости от характера сегментации:*

1) макросегментация – деление рынков по регионам, странам, степени их индустриализации;

2) микросегментация – формирование групп потребителей одной страны (региона) по более детальным признакам (критериям);

3) сегментация вглубь – процесс сегментирования начинается с широкой группы потребителей, а затем ее поэтапно углубляют (суживают) в зависимости от классификации конечных потребителей какой-либо группы товара (услуги). Например, займы, кредиты, банковские кредиты, кредиты физическим лицам, потребительские кредиты;

4) сегментация вширь – процесс сегментирования начинается с узкой группы потребителей и постепенно расширяется в зависимости от сферы применения и использования товара (услуги);

5) предварительная сегментация – изучение максимально возможных рыночных сегментов;

6) окончательная сегментация – завершающая стадия рыночных исследований; здесь определяются самые оптимальные для фирмы сегменты для рынка, на которых в дальнейшем она будет разрабатывать свою рыночную стратегию.

## *2. В зависимости от типа потребителей:*

- 1) процесс сегментирования потребителей потребительских товаров (услуг). На финансовых рынках – сегментация физических лиц;
- 2) сегментация потребителей товаров производственно-технического назначения. На финансовых рынках – сегментация юридических лиц;
- 3) сегментация потребителей двух типов товаров<sup>132</sup>.

По мере глобализации мировой экономики и интеграции национальной экономики в международное разделение труда, роста экспортных и импортных торговых операций, открытия конвертации валют, выхода продукции отечественных производителей на мировой рынок увеличиваются возможности создания спроса на универсальные товары (услуги), что влечет необходимость проведения сегментации на международном и даже на мировом уровне. Ее цель заключается в выявлении в различных странах и/или регионах групп покупателей с одинаковыми ожиданиями и требованиями по отношению к товарам, несмотря на культурные и национальные различия. Эти сегменты, даже если они и невелики в каждой стране, в целом могут представлять весьма привлекательные возможности, как для международных организаций, так и для отечественных организаций.

Кроме того, международная сегментация необходима для оценки конкурентоспособности отечественных товаров (услуг) и организаций на мировом рынке, а также классификации отечественных организаций по объемам экспортно-импортных и валютных операций.

В этой связи, международная сегментация рынка может быть определена как процесс идентификации специфичных сегментов потенциальных потребителей в виде группы стран или групп индивидуальных покупателей с однородными свойствами, которые с большой вероятностью обнаружат сходное поведение при покупке, а также процесс идентификации товаров (услуг) с однородными свойствами.

---

<sup>132</sup> М. Лифицем и О. Ковылиной. Сегментирование рынка по конкурентам// <http://www.mainmarketing.ru/mcob-48.html>

Имеется три различных подхода к международной сегментации:

1. Идентификация кластеров стран со спросом на схожие товары.
2. Идентификация сегментов, присутствующих во всех или во многих странах.
3. Выход на различные сегменты в различных странах с одним и тем же товаром<sup>133</sup>.

Первый, самый простой вариант международной сегментации – это адресоваться к группе стран, однородных в экономическом и культурном плане. Многие товары (услуги) не нуждаются в значительной модификации применительно к каждой стране и вполне совместимы с ожиданиями покупателей из стран со сходными климатическими, языковыми, инфраструктурными, коммерческими и информационными условиями.

Такова, например, ситуация в Скандинавских странах или германоязычных странах Европы, в некоторых испаноязычных странах Латинской Америки, в Северной Америке и в странах Юго-Восточной Азии. Естественно, какая-то адаптация остается необходимой для учета культурных различий.

Данному подходу, однако, присущи три существенных ограничения:

- а) он основан на характеристиках стран, а не на переменных, присущих покупателям и товарам (услугам);
- б) он предполагает высокую однородность в пределах выбранных стран, что редко имеет место;
- в) он пренебрегает возможностью существования однородных потребительских сегментов, распространяющихся за пределы выбранных стран.

По мере развития регионализма в Европе этот вариант сегментации становится все менее удовлетворительным. Действительно, с исчезновением европейских границ и создания евроазиатского союза все большее число организаций заново определяет свой географический рынок, отвлекаясь от стран и делая упор на естественные зоны коммерческого интереса.

---

<sup>133</sup> Porter M. From Competitive Advantage to Corporate Strategy <https://hbr.org/1987/05/from-competitive-advantage-to-corporate-strategy>



Покупателей, потребности которых отличаются от страны к стране, группируют по различным сегментам. Тот же самый товар (услуга) может продаваться в различных сегментах, если сбытовая и коммуникационная политика в каждой стране дифференцирована с учетом характеристик целевого сегмента. Таким образом, адаптация к нуждам различных сегментов происходит не за счет товара, а с помощью других маркетинговых факторов<sup>134</sup>.

Каждый из этих трех вариантов международной сегментации имеет свои достоинства. Первый является самым традиционным. Второй – самый радикальный и дающий фирме важное конкурентное преимущество в плане стабильности имиджа, а также экономии на масштабе и эффектах опыта. Кроме того, посредством этой стратегии организации «закрывает» рынок и затрудняет вход на него конкурентам<sup>135</sup>. Стратегия, ориентированная на различные сегменты, может ухудшить стабильность имиджа товара (услуги) и требует дифференцированного оперативного исследования. Вместе с тем, она имеет свое преимущество, заключающееся в адаптации к местным условиям.

## **2.2. Методологические подходы к решению проблемы структуризации и сегментации финансового рынка**

Проведенные в предыдущей главе исследования показали неоднозначность толкования в научной литературе понятия «финансовый рынок» и его структуры, что предопределило разработку различных подходов к его сегментации.

В словарь-справочнике финансового менеджера под редакцией И.А. Бланк дается следующее определение: «Сегментация финансового рынка [financial market segmentation] – целенаправленное разделение финансового рынка на

---

<sup>134</sup> Билл Олет. Путеводитель предпринимателя. 24 конкретных шага от запуска до стабильного бизнеса./ Издательство: "Манн, Иванов и Фербер", – 2014. Оригинал (англ.): "Disciplined Entrepreneurship: 24 Steps to a Successful Startup" by Bill Aulet.

<sup>135</sup> Максим Шилин. Сегментация рынка. Критерии, признаки и принципы сегментации рынка // [http://www.financial-lawyer.ru/newsbox/business\\_plan/141-530446.html](http://www.financial-lawyer.ru/newsbox/business_plan/141-530446.html)

отдельные сегменты в зависимости от особенностей обращающихся на нем финансовых инструментов. Так, совокупный финансовый рынок может быть сегментирован на рынок денег и рынок капитала; каждый из этих видов рынка в свою очередь может быть сегментирован на фондовый рынок (рынок ценных бумаг), кредитный рынок, валютный рынок, страховой рынок и т.п.; примером более углубленной сегментации является деление фондового рынка на первичный и вторичный, а также на рынки ценных бумаг первого и второго порядка (первичных и производных ценных бумаг); еще более углубленную сегментацию представляет деление рынка первичных ценных бумаг на рынки акций, облигаций и др. (а рынка производных ценных бумаг – соответственно на рынки отдельных видов деривативов); дальнейшая сегментация финансового рынка может быть осуществлена в разрезе отдельных видов ценных бумаг (например, рынки государственных облигаций, муниципальных облигаций, облигаций предприятий) и т.д. Сегментация финансового рынка позволяет более точно оценивать и прогнозировать его конъюнктуру; облегчает поиск перспективной рыночной ниши отдельным операторам финансового рынка; формирует специфическую систему финансовых услуг, оказываемых клиентам»<sup>136</sup>.

В.М. Аскинадзи совокупный финансовый рынок предлагает условно разделить на ряд сегментов:

1) рынок находящихся в обращении наличных денег, а также краткосрочных, высоколиквидных ценных бумаг, выполняющих функции денег;

2) рынок ссудного капитала, регулирующий отношения по поводу обращения банковских кредитов;

3) рынок ценных бумаг;

4) валютный рынок;

5) рынок золота<sup>137</sup>.

---

<sup>136</sup> <http://www.consensus-audit.ru/service/yuridicheskie-uslugi/>

<sup>137</sup> Аскинадзи В.М. Рынок ценных бумаг. – Учебно-методический комплекс. – М., Изд. центр

На наш взгляд, такая сегментация финансового рынка является не совсем обоснованной, т.к. авторы в своем подходе объединяют два различных критерия сегментации: по срокам обращения финансовых инструментов и по видам финансовых инструментов. При таком подходе один и тот же актив может быть товаром на нескольких рынках. Например, кредит в долларах является объектом деятельности денежного, кредитного и валютного рынков<sup>138</sup>.

Поэтому правильнее осуществлять сегментацию по конкретным признакам. В частности, А.М. Матлин выделяет следующие сегменты внутреннего финансового рынка по степени их значимости с точки зрения процессов формирования процентных ставок:

1. Рынок государственных заимствований;
2. Банковская сфера;
3. Рынок акций или фондовый рынок;
4. Рынок корпоративных облигаций;
5. Вексельный рынок;
6. Рынок производных ценных бумаг;
7. Валютный рынок<sup>139</sup>.

Авторы учебника «Финансы, деньги, кредит» под редакцией О.В. Соколовой очень точно подметили, что понятие финансового рынка настолько многогранно, что без разделения его на сегменты понять принципы его функционирования невозможно<sup>140</sup>. По их мнению сегментация финансового рынка – процесс целенаправленного разделения его видов на индивидуальные сегменты в зависимости от характера финансовых инструментов, которые оборачиваются на рынке. Каждый сегмент финансового рынка имеет свою характерную специфику и особенности функционирования, собственные

---

ЕАОИ, 2008. – 211 с.

<sup>138</sup> Чеботарь Ю. М. Финансы и финансовые рынки : Полный курс МВД /' Ю. М. Чеботарь. – М. : Рил Групп. 2011. – (Российское бизнес-образование) – С. 120.

<sup>139</sup> Матлин А.М.. Деньги, банки, финансовые рынки. УМК для слушателей ФФБ АНХ при Правительстве РФ.. 2010// Economy-Ru.com

<sup>140</sup> Финансы, деньги, кредит: Учеб./под ред. Соколовой О.В. - М.: Юрист, 2008. - 784 с.

правила совершения сделок с финансовыми активами и прочее. Также один и тот же актив может быть представлен на нескольких рынках.

Далее авторами указанного учебника приводятся наиболее распространенные подходы к определению структуры финансового рынка, давая пояснение каждому элементу.

**По видам обращающихся финансовых активов (инструментов, услуг) выделяют следующие основные виды финансовых рынков:**

1. Кредитный рынок (или рынок ссудного капитала). Он характеризует рынок, на котором объектом купли-продажи являются свободные кредитные ресурсы и отдельные обслуживающие их финансовые инструменты, обращение которых осуществляется на условиях возвратности и уплаты процента. Сделки, совершаемые на этом рынке, подразделяются на обслуживающие отчуждаемые финансовые заимствования и неотчуждаемые виды этих заимствований. К первым относятся коммерческие или банковские переводные векселя, аккредитивы, чеки. А ко вторым причисляют заимствования финансовых кредитов банками и другими финансовыми институтами конкретным субъектам хозяйствования и населению; коммерческий кредит, оформленный простым векселем и т.п.

2. Рынок ценных бумаг (фондовый рынок). Он характеризует рынок, на котором объектом купли-продажи являются все виды ценных бумаг (фондовых инструментов), эмитированных предприятиями, различными финансовыми институтами и государством. В странах с развитой рыночной экономикой рынок ценных бумаг является наиболее обширным видом финансового рынка по объему совершаемых сделок и многообразию обращающихся на нем финансовых инструментов. Функционирование рынка ценных бумаг позволяет упорядочить и повысить эффективность многих экономических процессов, и в первую очередь, – процесса инвестирования временно свободных финансовых ресурсов. Механизм функционирования этого рынка позволяет проводить на нем финансовые операции наиболее быстрым способом и по более справедливым ценам, чем на других видах финансовых рынков.

3. Валютный рынок. Он характеризует рынок, на котором объектом купли-продажи выступают иностранная валюта и финансовые инструменты, обслуживающие операции с ней. Он позволяет удовлетворить потребности хозяйствующих субъектов в иностранной валюте для осуществления внешнеэкономических операций, обеспечить минимизацию связанных с этими операциями финансовых рисков, установить реальный валютный курс по отдельным видам иностранной валюты.

4. Страховой рынок. Он характеризует рынок, на котором объектом купли-продажи выступает страховая защита в форме различных предлагаемых страховых продуктов. Потребность в услугах этого рынка существенно возрастает по мере развития рыночных отношений. Субъекты этого рынка, осуществляющие предложение страховой защиты, способствуют аккумуляции и эффективному перераспределению капитала, широко используя накапливаемые средства в инвестиционных целях.

5. Рынок золота (и других драгоценных металлов). Он характеризует рынок, на котором объектом купли-продажи выступают вышеперечисленные виды ценных металлов, в первую очередь, золота. На этом рынке осуществляются операции страхования финансовых активов, обеспечения резервирования этих активов для приобретения необходимой валюты в процессе международных расчетов, осуществления финансовых спекулятивных сделок. Этот же рынок удовлетворяет также потребности в промышленно-бытовом потреблении этих металлов.

**По периоду обращения финансовых активов выделяют следующие виды финансовых рынков:**

1. Рынок денег. Он характеризует рынок, на котором продаются-покупаются рыночные финансовые инструменты и финансовые услуги всех ранее рассмотренных видов финансовых рынков со сроком обращения до одного года. Функционирование этого краткосрочного сектора финансовых рынков позволяет предприятиям решать проблемы как восполнения недостатка денежных активов для обеспечения текущей платежеспособности, так и

эффективного использования их временно свободного остатка. Финансовые активы, обращающиеся на рынке денег, являются наиболее ликвидными; им присущ наименьший уровень финансового риска, а система формирования цен на них является относительно простой.

2. Рынок капитала. Он характеризует рынок, на котором продаются-покупаются рыночные финансовые инструменты и финансовые услуги со сроком обращения более одного года. Функционирование рынка капитала позволяет предприятиям решать проблемы как формирования инвестиционных ресурсов для реализации реальных инвестиционных проектов, так и эффективного финансового инвестирования.

Характеризуя отдельные виды финансовых рынков по обеим вышерассмотренным признакам, следует отметить, что эти виды рынков тесно взаимосвязаны и функционируют в одном рыночном пространстве. Так, все виды рынков, обслуживающих обращение различных по направленности финансовых активов (инструментов, услуг), являются одновременно составной частью как рынка денег, так и рынка капиталов.

**По организационным формам функционирования выделяют следующие виды финансовых рынков:**

1. Организованный (биржевой) рынок. Этот рынок представлен системой фондовых и валютных бирж. На организованном финансовом рынке обеспечивается высокая концентрация спроса и предложения в едином месте, устанавливается наиболее объективная система цен на отдельные финансовые инструменты и услуги, а также проводится проверка финансовой состоятельности эмитентов основных видов ценных бумаг, допускаемых к торгам.

2. Неорганизованный (внебиржевой) рынок. Он представляет собой финансовый рынок, на котором осуществляется покупка-продажа финансовых инструментов и услуг, сделки по которым не регистрируются на бирже.

**По региональному признаку выделяют следующие виды финансовых рынков:**

1. Местный финансовый рынок. Он представлен в основном операциями коммерческих банков, страховых компаний, неорганизованных торговцев ценными бумагами с их контрагентами, хозяйствующими субъектами и населением.

2. Региональный финансовый рынок. Он характеризует финансовый рынок, функционирующий в масштабах области (республики) и наряду с местными неорганизованными рынками включает систему региональных фондовых и валютных бирж.

3. Национальный финансовый рынок. Он включает всю систему финансовых рынков страны, всех их видов и организационных форм.

4. Мировой финансовый рынок. Этот рынок является составной частью мировой финансовой системы, в который интегрированы национальные финансовые рынки стран с открытой экономикой.

**По срочности реализации сделок, заключенных на финансовом рынке, выделяют следующие виды рынков:**

1. Рынок с немедленной реализацией условий сделок (рынок "spot"). Он характеризует рынок финансовых инструментов, заключенные сделки на котором осуществляются в строго обусловленный короткий период времени.

2. Рынок с реализацией условий сделок в будущем периоде (рынок "сделок на срок"). Предметом обращения на этом рынке являются, как правило, фондовые, валютные и товарные деривативы (производные ценные бумаги).

**По условиям обращения финансовых инструментов (в данном случае речь идет исключительно о фондовых инструментах) различают следующие виды рынков:**

1. Первичный рынок. Он характеризует рынок ценных бумаг, на котором осуществляется первичное размещение их эмиссии. Это размещение обычно организует андеррайтер (инвестиционный дилер), который самостоятельно или с группой других андеррайтеров покупает весь или основной объем эмитированных акций, облигаций с целью последующей их продажи инвесторам более мелкими партиями.

2. Вторичный рынок. Он характеризует рынок, где постоянно обращаются ценные бумаги, ранее проданные на первичном рынке. Вторичный фондовый рынок охватывает преимущественную часть биржевого и внебиржевого оборота ценных бумаг. Без развитого вторичного фондового рынка, обеспечивающего постоянную ликвидность и распределение финансовых рисков, не может эффективно существовать первичный рынок ценных бумаг. Одной из основных функций вторичного рынка является установление реальной рыночной цены отдельных ценных бумаг, отражающей всю имеющуюся информацию о финансовом состоянии их эмитентов и условия эмиссии<sup>141</sup>.

Если исходить из определения финансового рынка, данного в предыдущем разделе, то имеет смысл осуществлять его сегментацию и по обращающимся на нем финансовым инструментам.

В частности, авторы учебника «Финансы, налоги, кредит» под редакцией А.М. Емельянова дают следующую классификацию финансовых инструментов:

1. По видам финансовых рынков:

#### **Инструменты фондового рынка**

*Акция* – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

*Облигация* – эмиссионная долговая ценная бумага, закрепляющая право её владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок её номинальную стоимость или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право её владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права.

*Казначейские обязательства государства* выпускаются для ликвидации уже имеющейся задолженности государства перед предприятиями.

---

<sup>141</sup> Финансы, деньги, кредит: Учеб./под ред. Соколовой О.В. - М.: Юристъ, 2008. - 784 с.



*Вексель* – долговая цб, которая свидетельствует о безусловном денежном обязательстве одного лица уплатить после наступления срока, обозначенного в векселе, определенную сумму денег собственнику векселя (векселедателю) и которая составлена по точно установленной законом форме.

*Инвестиционный сертификат* – документ, удостоверяющий право и владение на ценную бумагу или подтверждающее вложение средств в банк на депозит.

*Производные ценные бумаги:*

- опционы – стандартный контракт, который удостоверяет право (но не обязанность) его владельца на приобретение или продажу фиксированного количества базового актива по установленной цене в срок, определенный в нем;

- фьючерсный контракт – стандартный документ, который свидетельствует о обязательстве одной стороны продать и другой купить соответствующее количество базового актива в определенный срок в будущем с фиксацией фьючерсной цены базового актива сторонами во время заключения контракта на бирже;

- форвардный контракт – соглашение между двумя сторонами о будущей поставке определенного актива на данных условиях в назначенный срок в будущем;

- варранты – ценная бумага (разновидность опциона), которая выпускается эмитентом вместе с собственными привилегированными акциями или облигациями и дает собственнику право на приобретение простых акций данного эмитента в течение определенного периода по определенной цене.

**Инструменты кредитного рынка** – деньги и расчетные документы (чеки, аккредитивы, векселя), которые обращаются на денежном рынке.

**Инструменты валютного рынка**

Расчетные валютные документы.

Валюта.

Отдельные виды ценных бумаг.

**Инструменты страхового рынка**

Контракты на конкретные виды страховых услуг.

Договоры перестрахования, используемые при формировании финансовых взаимоотношений между страховыми компаниями.

2. По виду обращения:

2.1. Краткосрочные финансовые инструменты (менее 1 года).

2.2. Долгосрочные финансовые инструменты.

2.3. Бессрочные финансовые инструменты.

3. По гарантированности уровня доходности:

3.1. Финансовые инструменты с фиксированным доходом.

3.2. Финансовые инструменты с неопределенным доходом (простые акции, инвестиционные сертификаты).

4. По уровню риска:

4.1. Безрисковые финансовые инструменты (краткосрочные ценные бумаги, золото).

4.2. Финансовые инструменты с низким уровнем риска.

4.3. Финансовые инструменты с умеренным уровнем риска.

4.4. Финансовые инструменты с высоким уровнем риска.

4.5. Финансовые инструменты с очень высоким уровнем риска (спекулятивный) – акции венчурных компаний, опционы<sup>142</sup>.

В практике развитых стран оптимальная структура финансового рынка определяется двумя основными признаками – временным и институциональным. Согласно временной признаки рынок делится на два основных элемента: денежный рынок (рынок краткосрочных капиталов или денежных средств, которые выступают в платежных средствах) и рынок среднесрочных и долгосрочных капиталов (или денежных средств), представляющих инвестиционный фактор в развитии экономики<sup>143</sup>.

Структура финансового рынка развитых стран в институциональном смысле состоит, прежде всего, из кредитно-финансовых институтов (банков и

---

<sup>142</sup> Финансы, налоги, кредит: Учеб./под ред. Емельянова А.М. - М.: РАГС, 2008. - 546 с.

<sup>143</sup> Рынок финансовых услуг – Ходаківська // <http://lybs.ru/index-10543.htm>

других учреждений) и рынка ценных бумаг, который, в свою очередь, делится на внебиржевой оборот (новые эмиссии ценных бумаг) и фондовую биржу. При этом в развитых странах существуют некоторые различия. В США преобладают частные кредитно-финансовые институты (акционерные), а в странах Западной Европы и в Японии большая доля приходится на полугосударственные, государственные и кооперативные кредитно-финансовые учреждения. Для более четкого понимания проблемы структуризации (сегментации) автор учебника «Рынок финансовых услуг» предлагает следующий подход к содержанию структуры финансового рынка и его пространственной организации:

В основу первичного разделения финансового рынка положить определенную группу финансовых активов. Это объясняется тем, что именно финансовый актив определяет содержание понятия «финансового рынка». Тогда структура финансового рынка приобретает следующий вид: рынок капиталов (кредитный рынок) и денежный рынок, которые могут быть представлены как рынок ссудных капиталов, рынок ценных бумаг, валютный рынок, рынок драгоценных металлов и камней, страховой рынок, рынок инструментов недвижимости. Каждый выделенный структурный сегмент финансового рынка можно разбить на отдельные секторы (микросегменты). В основу выделения того или иного сектора (микросегмента) положить конкретный вид финансового актива: конкретная услуга (как товар); фьючерс; акция конкретного эмитента; золото, бриллианты и т.п. Каждый из указанных сегментов финансового рынка является самостоятельным звеном национального финансового рынка.

Для развития указанных структурных сегментов финансового рынка в регионах страны (область, экономический район или иное территориальное группировки), по мнению этого автора, должна создаваться соответствующая инфраструктура. В условиях развитой рыночной экономики это дает возможность решать региональные проблемы, связанные с финансовым

обеспечением полноценного воспроизведения и возможности создания добавленной стоимости в реальном секторе экономики региона<sup>144</sup>.

Обзор представленных в научной литературе методов сегментации финансового рынка позволил выявить ряд существующих проблем в данной сфере:

1. Множественность толкований сущности финансового рынка и его структуры обуславливают наличие различных подходов к сегментации данного рынка.

2. Для каждого сегмента финансового рынка характерна своя специфика и особенности функционирования, свои правила заключения сделок с финансовыми активами. Поэтому применение единого подхода к микросегментации всех основных сегментов данного рынка не представляется возможным.

3. Один и тот же финансовый актив может быть товаром нескольких рынков, что усложняет сегментацию рынка по финансовым инструментам и оказываемым услугам. А финансовые услуги оказываются не только на финансовом рынке, но и за его пределами (товарных рынках).

4. Все изученные методы сегментации разработаны для целей маркетингового анализа. В то время как целью данного исследования является сегментация рынка на предмет оценки состояния уровня конкуренции и выявления доминирующего положения отдельных участников.

В связи с вышеизложенным, представляется целесообразным:

- определить сегменты финансового рынка, развитие конкуренции на которых имеет решающее значение для социально-экономического развития Узбекистана;

- разработать для каждого из этих сегментов отдельные подходы его микросегментации для оценки состояния уровня конкуренции и выявления доминирующего положения отдельных участников, оказывающих деятельность в данном сегменте.

---

<sup>144</sup> Рынок финансовых услуг – Ходаківська // <http://lybs.ru/index-10543.htm>

В настоящее время в Узбекистане, в силу ряда обстоятельств, не функционирует рынок производных финансовых инструментов. Рынок золота только начинает формироваться. На Едином портале интерактивных услуг представлен проект Закона Республики Узбекистан «О драгоценных металлах и драгоценных камнях», регулирующий оборот драгоценных металлов и драгоценных камней, сырьевых товаров, содержащих драгоценные металлы, ювелирных и других изделий, т.е. ввоз, вывоз, совершение гражданско-правовых сделок с драгоценными металлами и драгоценными камнями, сырьевыми товарами, содержащими драгоценные металлы, ювелирными и другими изделиями, приобретение государством аффинированного золота в рамках приоритетного права, а также применение драгоценных металлов и драгоценных камней для инвестиционных и других нужд. В связи с этим, данные рынки пока интереса с позиций оценки конкуренции не представляют. Поэтому, представляется целесообразным сосредоточиться на вопросах сегментации рынка ценных бумаг, страхового рынка, валютного рынка и кредитного рынка.

### **2.3. Сегментация финансового рынка, научное обоснование каждого сегмента**

#### **2.3.1. Научно-методическое обоснование сегментации рынка ценных бумаг**

Согласно Закону Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» рынок ценных бумаг представляет собой систему отношений юридических и физических лиц, связанных с выпуском, размещением и обращением ценных бумаг<sup>145</sup>.

В научной литературе много работ, где приводится сегментация рынка ценных бумаг по различным признакам. Наиболее подробно этот вопрос

---

<sup>145</sup> Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» от 3 июня 2015 г., № ЗРУ-387 // Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2015 г., № 22, ст. 287

раскрыт В.А. Галановым, который очень точно подметил, что рынок ценных бумаг – это многосложная структура, поэтому он может быть классифицирован по большому числу признаков, каждый из которых характеризует его с той или иной стороны, или с точки зрения разных отношений, имеющих на нем место<sup>146</sup>. Далее автор приводит следующие методы сегментации данного рынка:

**В зависимости от стадии кругооборота ценной бумаги** различают первичный и вторичный ее рынки.

Первичный рынок ценной бумаги – это отношения по поводу выпуска ценной бумаги в обращение. Это такие отношения между ее эмитентом и инвестором, при которых движение денег и товаров направлено от инвестора к эмитенту, а движение ценных бумаг, наоборот, – от эмитента к инвестору.

Вторичный рынок – это обращение ценной бумаги между инвесторами. Это отношения между инвесторами по поводу ценной бумаги. В этом случае движение денег и товаров и обратное им движение ценных бумаг осуществляется исключительно между самими инвесторами.

**По виду ценных бумаг** данный рынок подразделяется на относительно самостоятельные рынки каждой отдельной ценной бумаги: рынки акций, облигаций, векселей и т.п. В этом случае под рынком подразумевается как бы само наличие в рыночной практике соответствующей ценной бумаги, выполняющей присущие ей функции, а вовсе не обязательно наличие рынка как сферы торговли конкретной ценной бумагой.

В свою очередь, рынок отдельной ценной бумаги может подразделяться на рынок самой этой бумаги и на рынки зависимых от нее инструментов: рынок вторичных ценных бумаг и рынок производных финансовых инструментов, основанных на срочных контрактах на ценные бумаги.

*Рынок вторичных ценных бумаг* – это рынок ценных бумаг, основанных на других ценных бумагах. Примером вторичных ценных бумаг в Узбекистане, в частности, являются «опционы эмитента» или депозитарные расписки.

---

<sup>146</sup> Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: Учебник. – М.: ИНФРА-М. – 2007. – 379 с. – (100 лет РЭА им. Г.В. Плеханова).

*Рынок производных финансовых инструментов на ценные бумаги* – это рынок срочных контрактов на куплю-продажу ценных бумаг, заключаемых не с целью действительной их покупки или продажи, а лишь с целью получения разницы в их рыночных ценах во времени.

В зависимости от вида эмитента рынок ценных бумаг подразделяется на рынки государственных и корпоративных (негосударственных) ценных бумаг.

**С точки зрения масштабов** рынок ценных бумаг подразделяется на мировой рынок и национальные рынки. В свою очередь, мировой рынок ценных бумаг может рассматриваться как совокупность национальных рынков ценных бумаг и как международный (межнациональный) рынок определенного вида ценных бумаг. Национальный рынок (особенно крупных стран) может подразделяться, с одной стороны, на общенациональный и на региональные (территориальные) рынки, а с другой – на национальную и интернациональную его части.

**С точки зрения наличия твердо установленных правил торговли,** фиксированных, вплоть до утверждения их государством, рынок ценных бумаг исторически делился на организованный и неорганизованный рынок.

*Организованный рынок* – это рынок, функционирующий по обязательным для всех его участников правилам. Понятие организованного рынка в настоящее время автоматически включает и его регулирование со стороны государства, поскольку указанные правила должны быть обязательно утверждены государством.

*Неорганизованный рынок* – это рынок без правил и без государственного регулирования.

В зависимости **от степени концентрации** (сосредоточения) отношений эмитентов и инвесторов с точки зрения места, времени, процессов и т.п. организованный рынок ценных бумаг подразделяется на биржевой и внебиржевой (небиржевой).

В зависимости от **способа заключения сделок** рынок ценных бумаг может быть публичным (традиционным) или электронным (компьютеризированным).

Публичный рынок – это рынок, на котором купля-продажа ценных бумаг осуществляется публично, т. е. обычно в присутствии профессиональных торговых участников рынка. Публичный рынок ценных бумаг есть не только присутственный рынок, но и гласный рынок, когда информация о сделках и торгах является открытой для всех участников любого рынка независимо от их местонахождения.

Электронный рынок – это рынок, на котором процесс купли-продажи ценных бумаг осуществляется путем электронного контакта (по электронным сетям) между продавцами и покупателями.

**В зависимости от вида заключаемых сделок** рынок ценных бумаг подразделяется на кассовый и срочный, инвестиционный и спекулятивный, наличный и долговой (маржинальный) и т.д.

А. Н. Буренин сегментацию рынка ценных бумаг начинает с его разделения на денежный рынок и рынок капитала. Денежный рынок – это рынок, на котором обращаются краткосрочные ценные бумаги. Если бумага будет обращаться на рынке не более года, она рассматривается как инструмент денежного рынка. Денежный рынок служит для обеспечения потребностей хозяйствующих субъектов в краткосрочном финансировании. Рынок капитала – это рынок, на котором обращаются бессрочные ценные бумаги или бумаги, до погашения которых остается более года<sup>147</sup>.

Выбор того или иного признака сегментации определяется целями и задачами анализа. С позиции оценки уровня развития конкуренции рынок ценных бумаг может быть сегментирован по группам потребителей, по видам рынков (первичный и вторичный, организованный и неорганизованный, биржевой и внебиржевой) и по видам ценных бумаг.

С целью антимонопольного регулирования на рынке ценных бумаг может оцениваться деятельность финансовых посредников, т.к. определять доминирующее положение на рынке того или иного эмитента не имеет смысла

---

<sup>147</sup> А. Н. Буренин. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие – М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. –352 с.



в виду того, что они никаких услуг не оказывают, как не оказывают давления на потребителей, а выпуск ценных бумаг другими эмитентами не рассматривается как конкурентные действия.

Потребителей рынка ценных бумаг называют инвесторами.

Сегментирование инвесторов по географическому признаку, заключающемуся в разделении рынка на различные географические единицы: государства, штаты, регионы, округа, города и т. д. возможно при организации торгов традиционными способами. Если торговля ценными бумагами осуществляется компьютеризированным способом, то сегментация по такому признаку будет сильно затруднена и ее проведение требует специальных исследований с использованием методов опросов, выборки и других приемов, проведение которых требует привлечения специализированных служб.

Сегментирование инвесторов по демографическим признакам предполагает деление рынка на различные группы в соответствии с возрастом потребителей и другими переменными. В самом общем виде демографические переменные используются в сегментировании чаще прочих. Одна из причин их популярности в том, что желания, предпочтения и интенсивность использования товаров (услуг) тесно связаны именно с демографическими переменными, другая – в том, что просчитать их проще, чем большинство других факторов. Даже при составлении характеристики целевого рынка на основе, например, особенностей личности необходимо исследовать их связь с демографическими характеристиками, чтобы определить размер целевого рынка и способы наиболее эффективного его охвата.

Однако, при сегментации инвесторов Узбекистана сегментации по данному признаку не целесообразна в силу нескольких причин: слабый уровень развитости рынка ценных бумаг; данный признак актуален для исследований населения (физических лиц), в то время как большая часть ценных бумаг размещена среди юридических лиц; низкий уровень финансовой грамотности населения и т.п.

По тем же причинам нет необходимости осуществления сегментации данного рынка по поведенческому признаку.

Наиболее точно характеризующим потребителей рынка ценных бумаг признаками сегментации являются психографические, т.к. они отражают субъективное отношение потребителей к товарам и услугам. К психографическим критериям относятся: стиль жизни; личностные качества; мотивы покупательского поведения (ориентация на низкую цену, на длительный срок эксплуатации, на высокое качество или его надежность и т. п.); реакция на нововведения (новаторы, консерваторы, промежуточные типы реакции).

С позиции теории инвестиций целесообразность в инвестировании возникает при наличии двух основных факторов: доходности (эффективности) и альтернативности (возможности выбора из нескольких имеющихся вариантов) вложения капитала. При этом в мировой практике основным критерием эффективности инвестиций является уровень дополнительной доходности по сравнению с альтернативным вариантом капиталовложения. Чем больше альтернатив по инвестированию, тем больше возможностей выбора у инвестора, и тем легче ему принять решение по инвестированию.

Вместе с тем, каждый инвестор имеет собственную психологию и свои цели по инвестированию. В самом общем виде по данному критерию инвесторов можно разделить на следующие группы: учредители (инициаторы создания) компании; стратегические инвесторы, которые, приобретая крупные пакеты акций, оказывают влияние на принятие решений по деятельности компании; портфельные инвесторы, которых интересует только сумма получаемых дивидендов и процентов; спекулятивные инвесторы, делающие капитал на изменение рыночной стоимости ценных бумаг. Кроме того, инвесторов можно подразделить по таким признакам как степень принятия риска (толерантные к рискам и нетерпимые к рискам); желающие определенности в ожидаемых результатах (инвестирующие в активы с фиксированной, т.е. с заранее установленной ставкой доходности) и желающие

испытать себя (вкладываясь в активы с нефиксированной ставкой доходности); долгосрочные инвесторы и инвесторы, нуждающиеся в ликвидных активах; юридические лица и физические лица.

Интересы всех этих групп инвесторов не всегда совпадают, а в некоторых случаях являются и крайне противоположными. Поэтому инвестиционный рынок должен представлять активы, соответствующие психологии и целям каждого инвестора.

Это утверждение относится и к рынку ценных бумаг, поэтому сегментация рынка ценных бумаг должна осуществляться именно на предмет оценки уровня удовлетворенности интересов каждой группы инвесторов.

Сегментация *по группам продуктов* – это производная от сегментации рынка по группам потребителей, которая учитывает запросы и предпочтения потребителей по качественным характеристикам продукта (вида ценных бумаг).

Существующие в современной мировой практике ценные бумаги, доступные для большинства инвесторов, делятся на 2 класса:

основные (первичные) ценные бумаги;

производные (вторичные) ценные бумаги или деривативы.

В частности, Асаул А.Н. разделяет существующие в современной мировой практике ценные бумаги на две группы: первичные ценные бумаги, основанные на активах, к числу которых не относятся сами ценные бумаги (акции, облигации, векселя, залоговые и т. п.), и вторичные ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных (варианты, депозитарные расписки и пр.). По мнению автора наиболее типичными видами ценных бумаг, которые выпускаются и находятся в обращении на рынках разных стран мира, являются акции, облигации, депозитные сертификаты, векселя, инвестиционные сертификаты. В некоторых странах Восточной Европы, СНГ, включая Россию и Украину, к категории ценных бумаг относят приватизационные бумаги<sup>148</sup>.

---

<sup>148</sup> Асаул А. Н. и др. Основы бизнеса на рынке ценных бумаг. Учебник / - СПб.:, 2008. – 207 с.

В учебнике «Рынок ценных бумаг» под редакцией Галанова В.А. авторы разделяют ценные бумаги на группу ценных бумаг, которые являются свидетельством действительного капитала, или основные ценные бумаги, и на группу ценных бумаг, которые служат свидетельством на фиктивный капитал (т.е. ценные бумаги на ценные бумаги), или вторичные ценные бумаги.

Основные ценные бумаги – это ценные бумаги, в основе которых лежат имущественные права на какой-либо актив, обычно на товар, деньги, капитал, имущество, различного рода ресурсы и др.

Вторичная ценная бумага с юридической точки зрения – это ценная бумага, представляющая собой имущественное право на другую ценную бумагу и (или) на доход от нее. Экономически вторичная ценная бумага – это представитель не действительного, а непосредственно фиктивного капитала. Она есть титул титула, титул самой ценной бумаги. Выражаясь математическим языком, вторичная ценная бумага может быть производной первого порядка, второго порядка и т.д. Практически дело ограничивается в основном вторичными ценными бумагами первого, очень редко второго порядка. Вторичные ценные бумаги основаны, прежде всего, на акциях, облигациях и залоговых. Они могут выпускаться в двух формах:

1) в форме тех же самых основных ценных бумаг, например, облигации, основанные на пуле залоговых; такие ценные бумаги еще называются переходными, т.е. когда с их помощью осуществляется переход прав от владельцев одних видов ценных бумаг к владельцам других видов ценных бумаг;

2) в форме, отличной от основных ценных бумаг:

а) в виде самостоятельно обращающихся прав на приобретение, обычно акций. К таким ценным бумагам в рыночной практике относятся: фондовые warrants – ценная бумага, которая дает право ее владельцу купить определенное количество акций или облигаций по установленной цене в течение конкретного периода времени; подписные права это по сути те же warrants, но действующие только в течение определенного времени подписки

на акции; премиальные опционы – это опять же разновидность варрантов, которые выдаются в качестве поощрения (премирования) руководителям компаний;

б) в виде депозитарных свидетельств (сертификатов, расписок) типа американских депозитарных расписок (ADR) на акции<sup>149</sup>.

Согласно российскому законодательству к ценным бумагам относятся: акция, банковская сберегательная книжка на предъявителя, вексель, депозитный сертификат, закладная, инвестиционный пай, ипотечный сертификат участия, коносамент, облигация, опцион эмитента, простое складское свидетельство, двойное складское свидетельство и обе его части – складское свидетельство и варрант, приватизационные ценные бумаги, российская депозитарная расписка, сберегательный сертификат, чек<sup>150</sup>.

Анализируя практику зарубежных стран, Рубцов Б.Б. к основным ценным бумагам, обращающимся на фондовых рынках США, относит акции корпораций, облигации, векселя, депозитные сертификаты банков, правительственные ценные бумаги.

На территории Великобритании обращаются такие основные ценные бумаги как акции, облигации, прочие виды корпоративных ценных бумаг такие как: депозитные сертификаты и векселя, а также государственные долговые обязательства<sup>151</sup>.

Бутиков И.Л. в учебнике «Рынок ценных бумаг», ссылаясь на Гражданский кодекс Республики Узбекистан, относит к ценным бумагам: облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция и другие документы, которые законодательством отнесены к числу ценных бумаг<sup>152</sup>.

---

<sup>149</sup> Рынок ценных бумаг. Учебник / Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 448 с.

<sup>150</sup> Гражданский кодекс Российской Федерации от 26.01.1996 №14-ФЗ.

<sup>151</sup> Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.

<sup>152</sup> Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг. Учебник. – Ташкент: Консаудитинформ, 2001. – 472 с.

На основе вышеизложенного можно заключить, что на фондовом рынке обращается ограниченный перечень видов первичных ценных бумаг, которые можно разделить на две основные группы: долевые ценные бумаги (акции) и долговые ценные бумаги (облигации, векселя, банковские сертификаты, правительственные ценные бумаги). В результате этого может возникнуть ошибочное мнение об ограниченности альтернативных вариантов вложения капитала на фондовом рынке. На самом деле, многообразие вариантов вложения капитала на данном рынке обеспечивается посредством придания различных особых свойств каждому из видов этих ценных бумаг, а также посредством наличия возможности создания производных от них ценных бумаг.

Рассмотрение разновидностей выпускаемых в зарубежных странах ценных бумаг представляется целесообразным начать с акций, как наиболее типичного вида ценных бумаг, которые выпускаются и находятся в обращении на рынках развитых стран мира. Такой подход обуславливается особенностью акции, заключающейся в том, что она в наибольшей мере среди всех ценных бумаг несет на себе регулирующие функции в системе общественного воспроизводства. Именно акция в максимальной степени способствует переливу капитала в перспективные и стабильно развивающиеся отрасли экономики из увядающих отраслей и производств.

Регулирующие свойства акции связаны, в первую очередь, с такими ее свойствами, как ликвидность, потенциал прироста курсовой стоимости и доходность. Как правило, динамика изменения этих свойств определяет и динамику перетекания капитала из одной отрасли в другую. Лучше других ценных бумаг акции реализуют и прочие функции, присущие ценным бумагам: информационную, мобилизующую, контролирующую и пр. Акции лежат в основе большинства фондовых индексов. Именно акция является своеобразным свидетельством экономического положения государства.

Общепринято подразделять акции на простые (обыкновенные) и привилегированные. Такое подразделение называют еще классификацией *по принципу гарантированности получения дивидендов*.

Обыкновенная акция – это ценная бумага, документирующая инвестиции в акционерное общество, с целью получения части прибыли акционерного общества в виде дивиденда, обеспечения прироста курсовой стоимости, участия в управлении и получения части имущества, оставшегося после ликвидации общества.

Привилегированные акции дают их владельцам ряд дополнительных прав. Главной отличительной особенностью привилегированных акций является то, что дивиденды по ним установлены в форме гарантированного фиксированного процента и должны выплачиваться до их распределения между держателями обыкновенных акций.

Вместе с тем, исторические тенденции развития мирового рынка акций в настоящее время создали предпосылки к появлению огромного многообразия видов акций каждого типа, изучение и раскрытие особенностей которых имеет большое практическое и научное значение.

Причем, многообразие видов акций, прежде всего, непосредственно связано с преследованием основных целей компании:

1. Получение дополнительного источника финансирования.
2. Привлечение инвесторов, с помощью дополнительного выпуска акций, и размещения их путем открытой подписки.
3. Получение наиболее крупных и рентабельных проектов, подписание договоров на взаимовыгодных условиях с надежными, проверенными партнерами, и успешное сотрудничество с организациями, влияющее на рост, престиж и развитие акционерного общества.
4. Увеличение, либо уменьшение уставного капитала путем размещения акций всевозможных видов.

Многообразие видов акций, обращающихся на рынке ценных бумаг, предопределяет множественность критериев их классификации. В научной

литературе дается несколько видов классификации акций. В частности, акции можно классифицировать по особым свойствам, по эмитентам, способу реализации прав акционерам, инвестиционным качествам, форме существования, форме владения, форме выпуска, способу выплаты дохода, уровню риска и др.

В целях упорядочивания видов классификации и более глубокого понимания причин возникновения многообразия акций, на наш взгляд, представляется целесообразным все виды акций разделить на две группы:

первая группа – классификация акций по общим признакам, которые характерны для обоих типов акций;

вторая группа – классификация акций по признакам, присущим конкретному типу акций.

К первой группе относится нижеследующая классификация акций:

*Классификация акций по принципу принадлежности владельцу.* По этому принципу они делятся на именные и на предъявителя.

*Классификация акций по форме выпуска.* По этому принципу они делятся на наличные (документарные, бумажные, материальные) и бездокументарные.

В научной литературе акции также классифицируются по следующим признакам:

- *по моменту эмиссии:* акции старой эмиссии, акции новой эмиссии;

- *по эмитентам:* корпоративные, банковские, биржевые, инвестиционных фондов и компаний<sup>153</sup>.

Боровкова В. А. различает акции в зависимости *от субъектов, среди которых они распространяются*. Это акции трудового коллектива, акции предприятия, акции акционерного общества. Акции трудового коллектива распространяются только среди работников данного предприятия, акции предприятия – и среди других юридических лиц. Акции акционерного общества – среди акционеров, т.е. совладельцев данного общества<sup>154</sup>.

---

<sup>153</sup> <http://mir-fin.ru/akzii.html>.

<sup>154</sup> Боровкова Вал. А., Боровкова Вик. А.. Рынок ценных бумаг: тесты и задачи. – СПб.:



*По инвестиционным качествам различают следующие виды акций (рис. 2.1):*

Голубые фишки – это обычные акции наиболее известных крупных компаний, зарекомендовавших себя высокими показателями получаемых доходов и выплачиваемых дивидендов, а также высоким уровнем руководства, качеством продукции и услуг. В качестве примера западных акций голубых фишек можно привести акции таких всемирно известных компаний, как: Microsoft, Ford, IBM, Coca-Cola Company, Hewlett Packard, Google, American Express Company и др.

Циклические акции находятся под влиянием экономических трендов. Их курс изменяется в соответствии с фазами экономического цикла (синхронно снижается и возрастает со спадами и подъемами в экономике).

Акции барометры служат показателем состояния всего рынка ценных бумаг. Обычно это первоклассная широко обращающаяся ценная бумага с устойчивым курсом.

Акции стоимости – это недооцененные ценные бумаги, для которых соотношения прибыли, дивидендов к продажам и капитализации, а также другие общепринятые соотношения показывают существенный потенциал роста их курсовой стоимости.

Акции роста – это ценные бумаги быстрорастущих, как правило, новых компаний,

Акции дохода – это ценные бумаги, по которым выплачиваются щедрые дивиденды.



**Рис. 2.1 – Классификация акций по инвестиционным качествам.**

Источник: Составлен авторами

Спекулятивные – акции, у которых неоправданно высокое соотношение между рыночной ценой и чистой прибылью на нее.

Оборонительные или защитные – это акции компаний, проявляющих относительную устойчивость к плохой конъюнктуре, стабильно получающих прибыль и выплачивающих дивиденды.

Грошовые акции – это ценные бумаги с очень низкой рыночной ценой, обращающиеся на фондовой бирже. Они обычно принадлежат компаниям, переживающим трудные времена и, по всей вероятности, стоящим на пороге

банкротства. Инвесторы, покупающие их, надеются на быстрое улучшение положения дел или на поглощение<sup>155</sup>.

Просветов Г.И. дает такое определение обыкновенным акциям. «Обыкновенные акции – это акции, по которым размер дивиденда заранее не фиксируется и не гарантируется, а определяется общим собранием акционеров по итогам хозяйственной деятельности акционерного общества за истекший год. Они дают их владельцам право на участие в управлении этим акционерным обществом по принципу «одна акция – один голос»<sup>156</sup>.

Однако, в большинстве зарубежных стран обыкновенная акция в отдельных случаях может давать и большее количество голосов. Такие акции называются *плюральными*.

В мировой практике для создания разных схем контрольного влияния в акционерном обществе используются различные типы обыкновенных акций, которые классифицируются в зависимости от предоставляемых прав.

К примеру, существуют *учредительские* акции, как разновидность обыкновенных. Они дают также права на большее количество голосов и первоочередное право на получение акций в случае дополнительного выпуска (дивиденды по ним могут не выплачиваться ради сохранения большего количества голосов). Такие акции еще называют акциями «старшего порядка».

В последнее время в странах с развитой инфраструктурой фондового рынка появляются различные виды обыкновенных акций, ограничивающие права акционеров. Можно выделить следующие виды обыкновенных акций:

а) *многоголосые* – они обеспечивают более одного голоса и, как правило, предназначаются для учредителей акционерного общества. Это одна из их привилегий. Количество голосов по таким акциям может определять само акционерное общество при их выпуске;

б) *одноголосые* – это самый распространенный вид, предполагающий право одного голоса. При этом следует помнить, что оно неделимое. Сколько

---

<sup>155</sup> <http://mir-fin.ru/akzii>.

<sup>156</sup> Просветов Г.И. Ценные бумаги: Задачи и решения. 2-е изд., доп. – М.: 2008.

бы ни было владельцев у такой акции, все они будут голосовать на собрании акционеров только одним голосом;

в) *не голосующие* – вообще не дают их обладателям права голоса на собрании акционеров;

г) *подчиненные* – дают право голоса, но в меньшей степени, например, 1 голос на 10 акций;

д) *с ограниченным правом голоса* – дают владельцу право голоса только при наличии у него определенного числа акций. Например, акционер получает право голоса, если он владеет не менее чем 100 акциями.

В 90-х годах в США начали выпускать *целевые* акции зарубежных компаний Tracking Stock – это разновидность обыкновенных ценных бумаг, которые котируются наряду с другими, но выпускаются не на все активы фирмы, а только на определенную часть, указанную в проекте эмиссии.

Привилегированные акции, обращающиеся на мировых рынках, также имеют свое многообразие:

По гарантированности выплаты дивидендов различают кумулятивные и некумулятивные акции.

По порядку выплаты дивидендов разделяет привилегированные акции на три типа: привилегированные акции с фиксированной ставкой; привилегированные акции с регулируемой ставкой; привилегированные акции с аукционной ставкой и ремаркетируемые привилегированные акции.

Выделяют также:

*ретрекативные* акции, позволяющие акционеру предъявить их к выкупу. Акционер должен заранее известить общество о намерении реализовать это право<sup>157</sup>;

*гарантированные* привилегированные акции. «Такие акции могут быть выпущены дочерними предприятиями. В этом случае дивиденд по привилегированным акциям гарантируется репутацией вышестоящей

---

<sup>157</sup> Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2007. – 256 с.: ил. – (Серия «Учебное пособие»). С. 137.

организации. Это должно привлечь инвесторов к покупке акций дочернего предприятия»<sup>158</sup>;

*преференциальные акции с ордерами.* Такие акции дают их держателю право купить определенное число обычных акций и тем самым повысить ликвидность выпуска. Иногда ордера легко отделимы от акций и могут быть проданы частями или целиком при сохранении привилегированных акций.

*привилегированные акции с оплатой в иностранной валюте.* Основная причина выпуска таких акций – колебание валютного курса. Если иностранная валюта дорожает относительно национальной валюты, то держатели выигрывают, если же дешевеют, то держатели проигрывают<sup>159</sup>.

Выпускаемые в зарубежных странах облигации можно классифицировать по целому ряду признаков.

***По эмитентам:***

1. Государственные облигации – ценная бумага, эмитированная с целью покрытия бюджетного дефицита от имени правительства или местных органов власти, но обязательно гарантированная правительством.

2. Муниципальные выпускаются местными властями в виде займа под муниципальную собственность.

3. Корпоративные выпускаются корпорациями и предприятиями для того, чтобы собрать деньги необходимые для расширения своего бизнеса.

4. Инфраструктурные выпускаются частными корпорациями или государственными компаниями для финансирования строительства инфраструктурного объекта (автомобильной дороги, порта, железной дороги).

5. Иностранные – облигации зарубежных компаний или государств.

***По срокам займа:***

*Облигации с оговоренной датой погашения делятся на:*

1. Краткосрочные – от 1 года до 3 лет.

2. Среднесрочные – от 3 до 7 лет.

---

<sup>158</sup> Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. Галанова В.А., Басова А.И. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 448 с. С.63

<sup>159</sup> Кашанина Т. В. Корпоративное право – М.: НОРМА–ИНФРА • М, 1999. С. 426.

3. Долгосрочные – свыше 7 лет.

*Облигации без фиксированного срока погашения делятся на:*

4. Бессрочные – выплата процентов производится неопределенно долго, и таким образом возмещается сумма, затраченная на покупку такой облигации. В настоящий момент не выпускаются, но хождение еще имеют в Великобритании.

5. Отзывные могут быть отозваны эмитентом до наступления срока погашения. Еще при выпуске облигаций эмитент ставит условия такого востребования: по номиналу или с премией.

6. Облигации с правом погашения предоставляют право инвестору на возврат их эмитенту до наступления срока погашения и получения за нее номинальной стоимости.

7. Продлеваемые предоставляют инвестору право продлить срок погашения и продолжать получать проценты в течение этого срока<sup>160</sup>.

8. Отсроченные дают эмитенту право на отсрочку погашения.

***По виду выплат:***

1. Облигации, по которым производится только выплата процентов, а возвращение капитала не гарантируется. Эмитент указывает на возможность их выкупа, не связывая себя конкретным сроком.

2. Облигации, по которым лишь возвращается капитал по номинальной стоимости, но не выплачиваются проценты. Это так называемые облигации с нулевым купоном или беспроцентные облигации.

3. Облигации, по которым в течение некоторого периода производятся процентные выплаты одинаковой величины, а номинальная стоимость выплачивается в момент погашения. Подобные облигации называют купонными. Они являются самым распространенными в большинстве стран мира.

---

<sup>160</sup> <http://activeinvestor.pro/>

4. Облигации, по которым проценты выплачиваются только в момент погашения облигации вместе с ее номинальной стоимостью. Такие облигации называют бескупонными.

5. Облигации, по которым возвращается капитал по номинальной стоимости, а выплата процентов не гарантируется и находится в прямой зависимости от результатов деятельности компании – эмитента. Такие облигации называют также доходными, т.к. компания имеет право выплачивать процентный доход только при наличии прибыли. Доходные облигации делятся на:

простые – невыплаченный доход компания возмещать в будущем не обязана;

кумулятивные – невыплаченный доход накапливается, и компания будет обязана выплатить его в будущем.

6. Тиражные облигации, по которым выплачиваются низкие процентные ставки, но периодически осуществляются выплаты по серийным номерам, на которые выпал выигрыш.

7. Амортизируемые облигации, которым эмитент в течение срока обращения облигации постепенно частями выплачивает ее номинал, чтобы снизить размер выплат в момент погашения.

***По способам выплаты купонной ставки (или процентов):***

1. Облигации с фиксированной купонной ставкой.

2. Облигации с реальной купонной ставкой (так называемые индексируемые облигации или защищенные от инфляции, как правило, эмитируются в условиях инфляции). Процентная ставка рассчитывается как сумма реальной ставки доходности и фактического уровня инфляции за период.

3. Облигации с плавающей купонной ставкой, когда она зависит от уровня ссудного процента.

4. Облигации с минимальным или нулевым купоном. Рыночная цена по ним устанавливается ниже номинальной. Доход по этим облигациям выплачивается в момент ее погашения по номинальной стоимости и

представляет разницу между номинальной и рыночной стоимостью, т. е. весь доход инвестора состоит из разницы между номинальной стоимостью и ценой приобретения.

5. Облигации смешанного типа. Часть срока облигационного займа владелец бумаги получает доход по фиксированной купонной ставке, а часть срока – по плавающей ставке.

6. Облигации с оплатой по выбору. Ее владелец может получить доход как в виде купонного, так и облигациями нового выпуска.

***По характеру обращения:***

1. Конвертируемые облигации.
2. Неконвертируемые облигации.

***В зависимости от обеспечения:***

1. Обеспеченные залогом облигации.
2. Необеспеченные залогом облигации.

Обеспеченные облигации имеют реальное обеспечение активами. Их можно разбить на три подтипа:

1. Облигации с залогом имущества, которые обеспечиваются основным капиталом предприятия (его недвижимостью) и иным вещным имуществом.

2. Облигации с залогом фондовых бумаг, которые обеспечиваются находящимися в собственности компании – эмитента ценными бумагами какого-либо другого предприятия.

3. Облигации с залогом оборудования. Такие облигации обычно выпускаются транспортными предприятиями, которые в качестве залогового обеспечения используют транспортные средства (самолеты, локомотивы).

***По месту размещения:***

1. Облигации, размещаемые на внутреннем рынке страны, которые номинированы в национальной валюте.

2. Облигации, размещаемые за рубежом:

- иностранные облигации – выпускаются на рынке другой страны в валюте страны размещения;



- еврооблигации – размещаются одновременно на рынках сразу нескольких европейских стран в иностранной валюте.

Кроме того, облигации классифицируются по рейтингу, присвоенному им рейтинговыми агентствами, по целям эмиссии. Различают так же облигации с распределенной или переданной ответственностью. По этим облигациям обязательства по данному займу либо распределяются между несколькими компаниями, включая эмитента, либо их целиком принимают на себя другие компании, исключая эмитента. Существуют так же застрахованные облигации.

В соответствии с выполняемыми функциями различают векселя двух типов:

1) товарный, используемый при расчетах за товары, выполненные работы и оказанные услуги. Товарный вексель может быть выдан любым юридическим лицом;

2) финансовый, выдаваемый под полученные на возвратной основе денежные суммы. Финансовые векселя могут выпускать только организации, имеющие лицензию, выдаваемую Центральным банком страны.

По схеме выпуска и обращения принято выделять:

1) простой вексель (иначе соло-вексель) – обязательство, выдаваемое заемщиком на имя кредитора;

2) переводный вексель (тратта) – письменный приказ одного лица (кредитора, именуемого трассантом) другому (заемщику, плательщику, именуемому трассатом) уплатить определенную сумму денег третьему лицу (предъявителю, именуемому ремитентом);

3) коммерческий вексель, выдаваемый заемщиком под залог товаров;

4) банковский вексель – тратта, выставляемая банками данной страны на своих заграничных корреспондентов (на иностранные банки);

5) казначейские векселя, выпускаемые государством для покрытия своих расходов<sup>161</sup>.

---

<sup>161</sup> Асаул А. Н., Севек В.К., Севек Р.М. Рынок ценных бумаг: учебник – Кызыл: ТывГУ, 2013. – 232 с.

В зависимости от *формирования доходов* векселя делятся на процентные и дисконтные.

В деловой практике обращения векселей принята следующая терминология.

*Вексель акцептованный* – вексель, имеющий согласие (акцепт) плательщика (трассата) на его оплату. Акцепт оформляется надписью на векселе («акцептован», «принят», «обязуюсь заплатить» и т. д.) и подписью трассата, может быть просто подписан плательщиком на лицевой стороне векселя. Он имеет силу акцепта. Плательщик посредством акцепта принимает на себя обязательство оплатить вексель в срок.

*Вексель банковский* помогает банкам аккумулировать деньги, а векселедержателям – получать доход. Банковский вексель является средством накопления, так как выполняет функцию срочного депозита (от 1 недели до 1 года).

*Вексель предъявительский* – вексель, который подлежит оплате немедленно по требованию предъявителя.

*Вексель безусловный* – вексель, не обремененный никакими условиями и подлежащий по предъявлении оплате наличными.

*Вексель встречный* – вексель, по которому два лица выступают по отношению друг к другу в качестве кредиторов и заемщиков. Выдается двумя лицами друг другу с целью учета этих векселей в банке, а не на основе, состоявшейся между ними сделки.

*Вексель гарантийный* – вексель, выданный в обеспечение хозяйственной сделки без получения векселедателем от векселедержателя означенной в нем суммы.

*Вексель домашний* – переводный вексель, выставленный банком на свое отделение или филиал, расположенный за рубежом.

*Вексель домицилированный* (от лат. *domicilium* – местожительство) – вексель, имеющий оговорку, зафиксированную векселедателем, о том, что он

подлежит оплате третьим лицом (домицилиатом) по месту жительства плательщика или в месте, отличном от места жительства векселедателя.

*Вексель казначейский* – краткосрочные государственные обязательства, разновидность ценных бумаг, выпускаемых государством в обращение для покрытия бюджетных расходов. Казначейские векселя в основном реализуются среди кредитных учреждений (банков) по цене ниже номинальной (с дисконтом к номинальной стоимости), а выкупаются по полной нарицательной стоимости сроком действия 3,6 и 12 месяцев. Эмиссию и погашение казначейских векселей производят центральны банки по поручению казначейств.

*Вексель обеспечительский* – при задолженности в течение длительного времени в случае необязательности или ненадежности заемщика от него может быть потребован обеспечительский вексель. Он хранится на депонированном счете заемщика и не предназначается для дальнейшего оборота, в этом случае вексель используется как обеспечение ссуды.

*Вексель срочный* – вексель с фиксированным сроком, обозначенным на нем и ограниченным датой платежа по нему. Оплачивается он по полной стоимости, но возможен и частичный платеж, от которого векселедержатель не вправе отказываться.

Банковский сертификат (депозитный или сберегательный) – это ценная бумага, которая удостоверяет сумму вклада и право владельца на то, что он может получить сумму вклада и оговоренные проценты по истечении определенного срока. Оба сертификата могут эмитироваться в виде именных и предъявительских обращающихся ценных бумаг. По форме получения дохода различают процентные и беспроцентные сертификаты.

Сегментация *по организациям (конкурентам)* – это группировка конкурентов по факторам конкурентоспособности в продвижении на рынок своих товаров или услуг. На рынке ценных бумаг, как отмечалось выше, оценивается только уровень конкуренции между профессиональными участниками этого сегмента рынка, главным образом, среди финансовых посредников.

### 2.3.2. Структурирование страхового рынка

Осуществляемые в стране процессы либерализации и демократизации общества, переход экономики на рыночные отношения положили начало развитию отечественного страхового рынка. Содержание страхового рынка, уровень его динамичности и развитости во многом определяет эффективность функционирования рыночной экономики. Значимость влияния, которое оказывает система страхования, и необходимость защиты интересов страхователей вызывают потребность в государственном регулировании страховой деятельности.

**Страховой рынок** – это особая социально-экономическая среда, определенная сфера денежных отношений, где объектом купли-продажи выступает страховая защита, формируется предложение и спрос на нее.

Страховой рынок можно рассматривать также:

как форму организации денежных отношений по формированию и распределению страхового фонда для обеспечения страховой защиты общества;

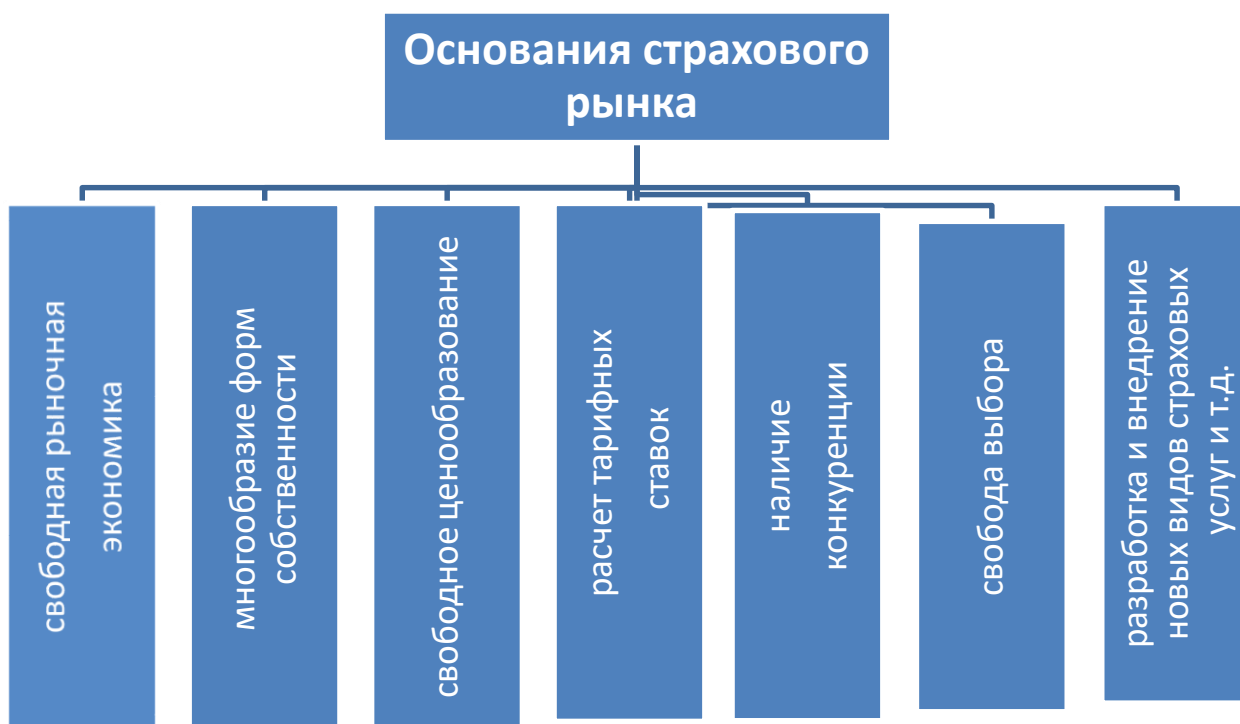
как совокупность страховых организаций (страховщиков), которые принимают участие в оказании соответствующих страховых услуг.

Объективной основой развития страхового рынка является возникающая в процессе воспроизводства потребность обеспечения бесперебойности финансово-хозяйственной деятельности и оказания денежной помощи в случае наступления непредвиденных неблагоприятных событий. На страховом рынке происходит формирование и использование страхового фонда для покрытия возникающего ущерба и при этом обеспечиваются коммерческие интересы страховых организаций.

Положение на страховом рынке определяется действием множества факторов, важнейшими из которых являются рисковая ситуация, платежеспособность страхователей, размер страхового тарифа, объем и структура предложения страховых услуг. Условия реализации страховой

услуги, складывающиеся в конкретном регионе в данное время, называется конъюнктурой страхового рынка, которая характеризует в первую очередь степень сбалансированности спроса и предложения страховых услуг и в зависимости от этого может быть благоприятной или неблагоприятной как для страховщика, так и для страхователя.

Развитый рынок предполагает, что предложение опережает спрос. Объективная основа спроса на страховую услугу – потребность в страховании, которая реализуется как страховой интерес. Страховые интересы населения определяются не только уровнем материального благосостояния семьи, но и образом жизни потенциального страхователя, принадлежностью его к той или иной национальности и социальной группе, возрастом, полом.



**Рис. 2.2 – Основания функционирования страхового рынка**

Источник: Составлен авторами

Основания для функционирования страхового рынка приведены на рисунке 2.2. Обязательные условия существования страхового рынка:

наличие общественной потребности в страховых услугах – формирование спроса;

наличие страховщиков, способных удовлетворить эту потребность, – формирование предложения.

В широком смысле страховой рынок представляет собой всю совокупность экономических отношений по поводу купли-продажи страхового продукта. Рынок обеспечивает органическую связь между страховщиком и страхователем. В связи с этим выделяют рынок страховщика и рынок страхователя. Функционирующий страховой рынок представляет собой сложную, интегрированную систему, включающую различные структурные звенья.

Авторы учебника «Страхование. Современный курс» под редакцией доктора экономических наук, профессора Е.В. Коломина пишут: «Традиционно страховая деятельность разделяется на отдельные отрасли и виды, отличающиеся объектами страхования, методами расчета тарифов и другими условиями.

Внутри отраслей страхования выделяют виды страхования. Например, в страховании ответственности различают страхование частных, физических лиц и страхование юридических лиц. В отрасли страхования имущества от пожаров различают страхование жилых домов, промышленных зданий и сельскохозяйственных построек и т.п.

Виды и отрасли страхования можно классифицировать по различным критериям:

- объектам страхования (видам риска);
- методам расчета страхового тарифа;
- ограничениям на страховую сумму,
- балансовой оценке;
- сфере применения;
- в целях лицензирования и др.

Объектами страхования являются жизнь и здоровье человека, его имущество и финансовое состояние»<sup>162</sup>.

Такую же классификацию дают авторы учебника «Страховое право» под редакцией В.В. Шахова, В.Н. Григорьева, А.Н. Кузбагарова<sup>163</sup>.

По мнению А.А. Гвозденко в основу классификации страхования положены критерии различий:

- в объектах страхования;
- в объеме страховой ответственности.

Первый является всеобщим, второй охватывает только имущественное страхование. Всеобщему критерию можно дать следующее определение: это иерархическая система условного деления страхования по форме организации и проведения, по объектам (отраслям) страхования, по рискам<sup>164</sup>.

Далее А.А. Гвозденко приводит следующие виды классификации страхования.

По *форме организации* страхование выступает как:

- государственное;
- акционерное;
- взаимное;
- кооперативное;
- медицинское.

По форме проведения страхование может быть обязательным (в силу закона) и добровольным (в силу договора).

Классификация страхования по объектам (отраслям) страхования:

- связанные с жизнью, здоровьем, трудоспособностью и пенсионным обеспечением страхователя или застрахованного лица (личное страхование);

---

<sup>162</sup> Страхование. Современный курс» /Под ред. д.э.н., проф. Е.В. Коломина – М.: «Финансы и статистика», 2006 г. - 211 с.

<sup>163</sup> Страхование право: учебник для студентов вузов, обучающихся по специальностям «Юриспруденция», «Финансы и кредит » / под ред. В.В. Шахова, В.Н. Григорьева, А.Н. Кузбагарова. - 4-е изд., перераб. и доп. - М.: ЮНИТИ-ДАНА: Закон и право, 2011. - 399 с. - (Серия «Dura lex, sed lex»).

<sup>164</sup> Гвозденко А.А. Страхование : учеб. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2006. - 464 с.

- связанные с владением, пользованием, распоряжением имуществом (имущественное страхование);

- связанные с возмещением страхователем причиненного им вреда личности или имуществу физического лица, а также вреда, причиненного юридическому лицу (страхование ответственности).

Специфическим товаром, предлагаемым на страховом рынке, является страховая услуга, которая может быть представлена на основе договора (в добровольном страховании) или закона (в обязательном страховании).

Перечень видов страхования, представленных на страховом рынке, определяет ассортимент страховых услуг, включая дополнительные, индивидуальные условия по договорам страхования.

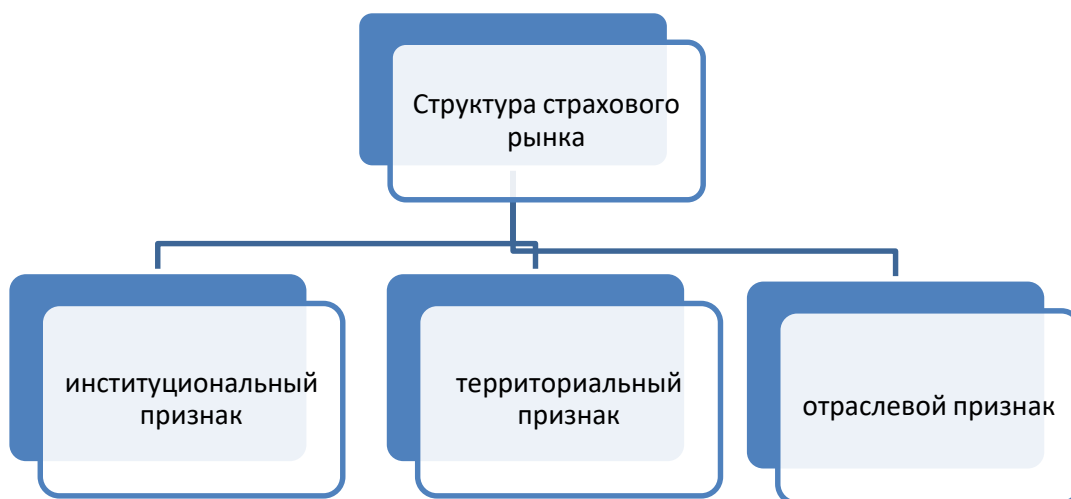
**В институциональном аспекте** структура страхового рынка представлена: государственными, акционерными, частными, корпоративными, взаимными и другими страховыми компаниями.

**В территориальном аспекте** структура страхового рынка характеризуется страховыми рынками:

- местным (региональным);
- национальным (внутренним);
- мировым (внешним).

Территориальный подход к исследованию страхового рынка предполагает ответ на вопрос, каково участие отдельных регионов в развитии страхового дела. Развитие рыночных отношений уничтожает территориальные преграды на пути общественно-экономического прогресса, усиливает интеграционные процессы, ведет к включению национальных страховых рынков в мировой.





**Рис. 2.3 – Классификация структур страхового рынка**

Источник: Составлен авторами

По **отраслевому признаку** выделяют рынок страхования:

- личного;
- имущественного;
- ответственности.

Страховой рынок можно охарактеризовать как соотношение страховых организаций разных организационно-правовых форм (акционерных, взаимных, унитарных) к общей численности страховщиков. При помощи этого подхода можно определить, каков удельный вес на страховом рынке специализированных перестраховочных компаний, компаний с участием иностранного капитала, количества брокерских организаций, союзов и ассоциаций участников страхового рынка.

В свою очередь каждый из рынков можно разделить на обособленные сегменты, например, рынок страхования от несчастных случаев, рынок страхования домашнего имущества и т.д.

Страховой рынок как совокупность страховых организаций представляет собой сложную многофакторную динамическую систему – группу регулярно взаимодействующих и взаимозависимых отдельных составных частей, образующих единое целое. Страховая система взаимодействует с окружающей

ее средой посредством внешних связей, которые характеризуют как влияние окружения на систему, так и воздействие системы на среду. Таким образом, страховой рынок представляет диалектическое единство двух систем – внутренней системы и внешнего окружения.

**К внутренней системе** относятся, управляемы переменные, составляющие ядро рыночной системы страховой компании:

- страховые продукты (условия договоров страхования данного вида);
- система организации продаж страховых полисов и формирования спроса;
- гибкая система тарифов;
- собственная инфраструктура страховщика.

К внутренней системе относятся также управляемые страховщиком переменные, не входящие в ядро рыночной системы, направленные на достижение цели по овладению рынком:

- материальные;
- финансовые;

трудовые ресурсы страховой компании, которые определяют положение данного страховщика на рынке.

**Внешнее окружение рынка** – это система взаимодействующих сил, которые окружают внутреннюю систему рынка и оказывают на нее воздействие. Страховщик планирует и проводит свою рыночную коммерческую работу в условиях внешнего окружения; последнее в свою очередь состоит из управляемых переменных, на которые страховщик может оказывать определенное воздействие, и неуправляемых составляющих, неподвластных влиянию страховщика.

К основным элементам внешнего окружения, на которые страховая компания может оказывать *частично управляющее воздействие*, относятся:

- рыночный спрос;
- конкуренция;
- ноу-хау страховых услуг;
- инфраструктура страховщика.

Важной составляющей внешнего окружения, на которую направлено управляющее воздействие страховой компании, является конкуренция: между страховыми компаниями, между страховыми компаниями и другими финансово-кредитными учреждениями, между страховыми компаниями и нефинансовыми институтами.

При этом страховая компания может *влиять* на конкуренцию посредством факторов:

технического обслуживания: уровня обслуживания страхователей и договоров страхования;

уровня культуры, качества работы с клиентами страховой компании.

К *неуправляемым* со стороны страховой компании составляющим внешней среды относятся:

научно-технический прогресс;

государственно-политическое окружение (стабильность государственной и социальной политики, направленной на поддержку страхового дела);

состояние экономики (численность населения, денежная система, валютное положение, уровень жизни населения и т.п.);

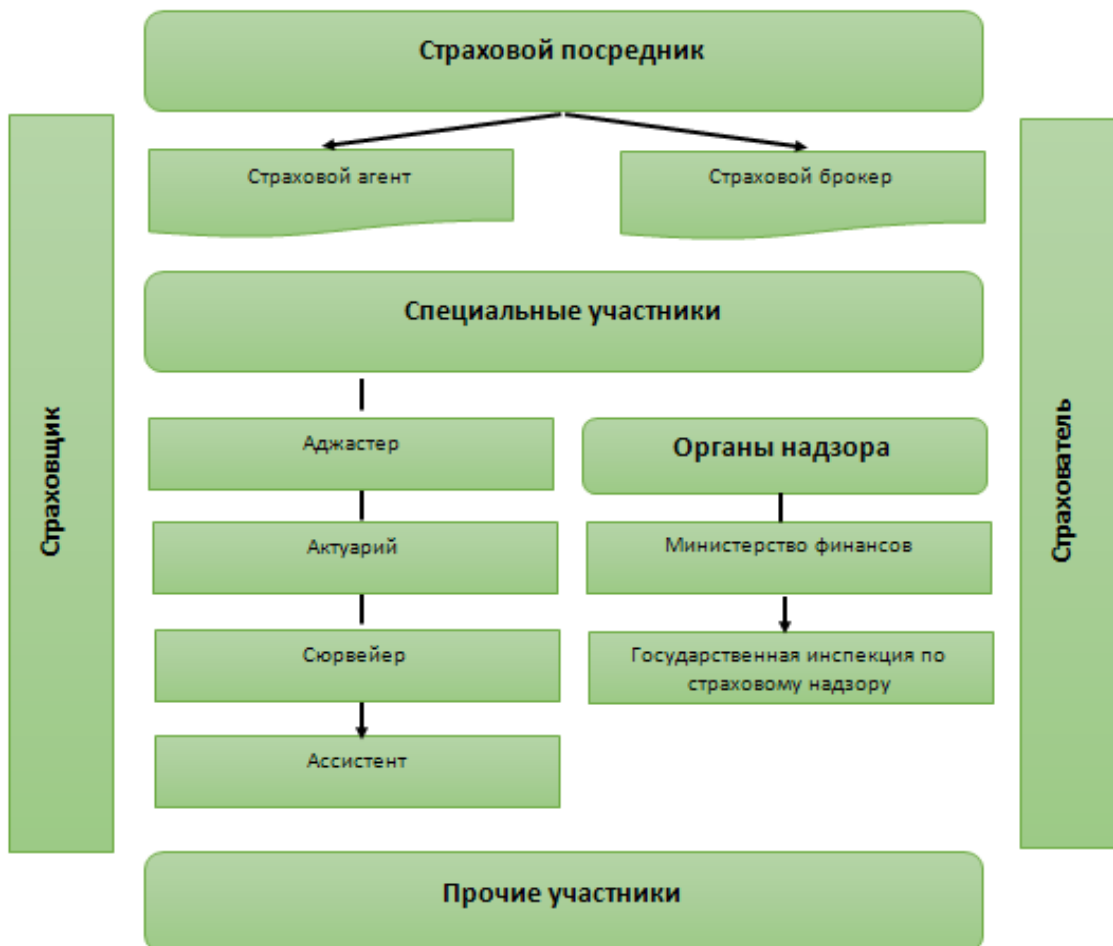
социально-этическое окружение страхового рынка (уровень страховой культуры, национальные традиции, этнический состав и т.д.);

конъюнктура мирового страхового рынка.

Функционирующий страховой рынок представляет собой сложную, интегрированную систему, включающую различные структурные звенья (рис. 2.4).

Участниками страхового рынка выступают продавцы, покупатели и посредники, а также их ассоциации (страховые пулы, союзы и т.д.). Категорию продавцов составляют *страховые и перестраховочные компании*. Страховые общества или страховые компании – первичное звено страхового рынка. Именно здесь осуществляется процесс формирования и использования страхового фонда, проявляются экономические отношения, переплетаются личные, групповые, коллективные интересы.

В качестве покупателей выступают *страхователи* – физические и юридические лица, решившие оформить договор страхования с тем или иным продавцом.



**Рис. 2.4 – Общая структура страхового рынка**

Источник: Составлен авторами

**Страхователь** – это физическое или юридическое лицо, уплачивающее денежные (страховые) взносы и имеющее право по закону или договору получить денежную сумму при наступлении страхового случая. Страхователь обладает определенным страховым интересом. Через страховой интерес реализуются конкретные отношения, в которые вступают страхователь со страховщиком. Страхователь, выступающий на международном страховом рынке, может называться полисодержателем.

**Застрахованное лицо** – это физическое лицо, жизнь, здоровье и трудоспособность которого выступают объектом страховой защиты. Застрахованным является физическое лицо, в пользу которого заключается договор страхования. На практике застрахованный может быть одновременно и страхователем, если он самостоятельно уплачивает страховые взносы.

**Выгодоприобретатели** – это лица, в пользу которых выплачиваются страховые суммы или страховые возмещения после смерти завещателя, если он, в свою очередь, был страхователем. Выгодоприобретатель назначается страхователем (или застрахованным) на случай его смерти в результате страхового случая. Этот факт обязательно фиксируется в договоре страхования.

Помимо основных участников страхового отношения (или правоотношения), на рынке, где продаются и покупаются страховые продукты, имеется множество других субъектов, которые относятся к участникам страхового рынка. Основными из них являются *страховые агенты и брокеры*. Они являются посредниками между продавцами и покупателями, и своими усилиями содействуют заключению договора страхования. Их основной функцией является доведение до страхователей наиболее значимой информации об условиях страхования и продажа страховых полисов (страховых продуктов). Между страховым агентом и брокером имеются существенные различия.

В страховом деле участвуют также сюрвейеры – представители страховщика, осуществляющие осмотр и оценку имущества, принимаемого на страхование; андеррайтеры – специалисты, имеющие полномочия от страховщика (перестраховщика) принимать на страхование (перестрахование) или отклонять предложенные объекты и риски и отвечающие за формирование страхового (перестраховочного) портфеля, аджастеры – специалисты по оценке убытка при страховом случае. На рынке страховых услуг действуют и такие участники, как *разработчики страховых тарифов* (актуарии), различные организации страхового сервиса, которые осуществляют услуги в сфере

рекламы, консультирования, повышения квалификации, автоматизации и безопасности.

Участники страхового рынка могут объединяться в *ассоциации*. В конце июля 2007 года Министерством юстиции Республики Узбекистан зарегистрирована и начала свою деятельность Ассоциация профессиональных участников страхового рынка Узбекистана.

В качестве первоочередных задач Ассоциации определены:

- изучение конъюнктуры страхового рынка, разработка предложений по обеспечению его большей прозрачности, развитию конкуренции, увеличению объемов, расширению спектра и повышению качества страховых услуг;

- оказание содействия потенциальным иностранным инвесторам в инвестировании средств в сферу страхования Республики Узбекистан;

- осуществление активной разъяснительной работы среди населения республики по вопросам страхования; совершенствованию системы подготовки и переподготовки кадров для страхования, разработка норм профессиональной этики для профессиональных участников страхового рынка.

Участниками страхового рынка можно считать и специализированные страховые издательства. Подготовку кадров для страхового дела осуществляют кафедры страхования в вузах, школы страхового бизнеса.

Важнейшие функции по организации самого страхового рынка выполняют *органы государственного регулирования* страхования – учреждения законодательной и исполнительной власти и судебной власти (гражданские и арбитражные суды). Государственное законодательство, расстановка политических сил оказывают влияние на коммерческую деятельность страховщиков. Это выражается в правовом воздействии на страховщиков путем издания соответствующих нормативных актов, прямо или косвенно регулирующих страховую деятельность.

В Узбекистане регулирование и надзор за страховой деятельностью осуществляются Государственной инспекцией по страховому надзору при Министерстве финансов Республики Узбекистан, образованной в соответствии

с постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 08.07.1998 г. №286 «О мерах по государственному регулированию страховой деятельности».

Государственная инспекция по страховому надзору:

- устанавливает обязательные для исполнения нормативы платежеспособности и порядок их определения, методику вычисления предельно допустимого размера обязательств страховщиков по отдельным рискам и совокупного размера обязательств, порядок и сроки предоставления информации по платежеспособности страховщиков;

- контролирует соблюдение профессиональными участниками страхового рынка законодательства о страховой деятельности, обеспечение установленных нормативов платежеспособности и иных требований их финансовой устойчивости;

- лицензирует страховую деятельность страховщиков и страховых брокеров;

- устанавливает порядок ведения учета, составления отчетности по формированию и размещению средств страховых резервов страховщиками;

- устанавливает обязательные для исполнения квалификационные требования к руководителям исполнительного органа и главному бухгалтеру страховщика;

- устанавливает форму, порядок и сроки предоставления финансовой отчетности страховщиками; производит в соответствии с законодательством проверку деятельности профессиональных участников страхового рынка и вносит им обязательные к исполнению предписания об устранении выявленных нарушений;

- приостанавливает в порядке, установленном законодательством, действие лицензий страховщиков и страховых брокеров полностью либо в отношении отдельных видов (классов) страхования, а также прекращает их действие;

- публикует в течение шести месяцев по окончании каждого финансового года годовые отчеты о деятельности по регулированию и надзору за страховой

деятельностью, а также статистические данные о деятельности страхового рынка в течение финансового года;

- осуществляет иные полномочия в соответствии с законодательством.

На рынке Узбекистана также работает консалтинговая компания «SAIPRO» так же предоставляющая рейтинги страховым организациям.

Страховые компании составляют основу институциональной структуры страхового рынка. С финансовой точки зрения они являются формой выражения, существования страхового фонда. Страховые компании подразделяются:

- по форме собственности (принадлежности);

- по характеру выполняемых операций – специализированные (страхование жизни, медицинское и иные виды страхования), универсальные и перестраховочные (новая редакция Закона о страховании ограничивает деятельность универсальных страховщиков);

- по зоне обслуживания – местные, региональные, национальные и международные (транснациональные);

- по величине уставного капитала и объему поступления страховых платежей, а также другим технико-экономическим показателям, определяющим их место на страховом рынке – крупные, средние и мелкие.

В соответствии с Законом Республики Узбекистан от 05.04.2002 г. N 358-II "О страховой деятельности" определение «страхование» подразумевает защиту интересов юридических или физических лиц путем выплаты им в соответствии с договором страхования страхового возмещения (страховой суммы) за счет денежных фондов, формируемых из уплачиваемых ими страховых премий, а также иных средств страховщика, при наступлении определенного события (страхового случая). Другим важным программным документом в этом направлении служит постановление Президента Республики Узбекистан «О мерах по дальнейшему реформированию и развитию рынка страховых услуг» от 10 апреля 2007 года.

Страхование в Узбекистане подразделяется на следующие отрасли:



- страхование жизни (страхование интересов, связанных с жизнью, здоровьем, трудоспособностью и денежным обеспечением физических лиц, где минимальный срок страхования по договору составляет один год и включает разовые или периодические выплаты страховых сумм, содержащих в себе наращенный процент, оговоренный договором страхования (аннуитетов);

- общее страхование (личное, имущественное страхование, страхование ответственности и другие виды страхования, не относящиеся к отрасли страхования жизни).

В соответствии с общими характеристиками страховых рисков или их групп и связанных с ними обязательств отрасли страхования подразделяются на виды (классы) страхования. Виды (классы) страхования определяются Кабинетом Министров Республики Узбекистан.

Страховой рынок Узбекистана имеет сложную интегрированную структуру, которая формируется из:

- страховщиков;
- страховых и перестраховочных брокеров;
- страховых агентов;
- страховых посредников;
- аджастеров;
- актуарных организаций;
- страховых сюрвейеров;
- ассистансов;
- объединений страховщиков;
- объединений страхователей;
- специального уполномоченного государственного органа;
- системы государственной регистрации профессиональных участников страхового рынка;
- системы лицензирования страховой деятельности и недопущения монополистической деятельности

В целях оценки конкуренции и антимонопольного регулирования страховой рынок может быть сегментирован по географическим и психографическим признакам. При этом, объектами сегментации должны являться виды и формы страхования, объемы услуг страховых компаний, деятельность профессиональных участников страхового рынка.

### **2.3.3. Научно-методологический подход к сегментации кредитного рынка**

В современном мире огромную роль в экономике любой страны играет кредитный рынок. С одной стороны, как экономическая категория, он способен отражать социально-экономические отношения, характеризующиеся движением стоимости, одновременно являясь индикатором экономической ситуации в стране. С другой стороны, кредитный рынок должен рассматриваться как постоянно развивающаяся система, что предполагает постоянный мониторинг его текущего состояния с целью своевременного выявления проблем функционирования и выбора наиболее эффективных направлений развития.

Кредитный рынок входит в состав финансового рынка и является наиболее крупным по объему его сегментом, на котором происходит движение свободных денег от кредитора к заемщику на условиях возвратности, платности, срочности и обеспеченности.

В экономической литературе дано множество определений понятия «кредитный рынок». Кредитный рынок (англ. credit market) – сфера рыночных отношений, в которой происходит аккумулярование, распределение и перераспределение кредитных ресурсов, необходимых для обеспечения непрерывности и эффективности общественного воспроизводства<sup>165</sup>.

---

<sup>165</sup> Финансово-кредитный словарь. Под общ. ред. А.Г. Грязновой – М.: Финансы и статистика, 2004-1168с.

Некоторые авторы трактуют кредитный рынок как «механизм с помощью которого устанавливаются взаимоотношения между предприятиями и гражданами, нуждающимися в финансовых средствах, и организациями и гражданами, которые их могут предоставить (одолжить) на определенных условиях»<sup>166</sup>. Исследователь С.В.Галицкая считает, что кредитный рынок, как и рынок ссудных капиталов, представляет собой совокупность отношений между собственниками капитала – кредиторами и предпринимателями – заемщиками»<sup>167</sup>. Ученые А.Ю. Симановский и С.Ф. Кандалова под кредитным рынком понимают систему отношений между ссудодателями и заемщиками по поводу заимствования, как правило, за плату, стоимости в товарной и непосредственной денежной формах<sup>168</sup>.

В условиях рыночной экономики кредитный рынок выполняет ряд функций, с помощью которых он оказывает непосредственное воздействие на все стороны хозяйственной деятельности. Основными из них являются: аккумуляционная, перераспределительная, регулирующая, стимулирующая, информационная, инвестиционная и социальная.

Аккумуляционная функция кредитного рынка заключается в его способности аккумулировать временно свободные средства хозяйствующих субъектов, государства и населения (включая и малые суммы) и превращать их в ссудный капитал, приносящий их владельцам доход в виде процента.

Перераспределительная функция кредитного рынка тесно связана с его первой, аккумуляционной, функцией, когда мобилизованные финансовые ресурсы по различным каналам направляются непосредственно тем, кто в них в данный момент нуждается, для целей производительного или потребительского назначения. Благодаря этой функции кредитного рынка осуществляется перераспределение ресурсов (перелив свободного капитала) из одной сферы

---

<sup>166</sup> Антонов Н.П., Пессель М.А. Денежное обращение, кредит и банки: Учебник. –М.: ЮНИТИ, 2006-510с.

<sup>167</sup> Галицкая С.В. Деньги, Кредит, Финансы: Учебное пособие: 2-е изд. – М.: Эксмо, 2009.- 735с.

<sup>168</sup> Коломиец Т.И. Деньги и банки: Учебное пособие. – Томск: Томский государственный университет, 2004. -228с.

деятельности в другую, между регионами и территориальными округами страны. Это обеспечивает перераспределение капиталов в динамично развивающиеся отрасли экономики и имеющие приоритетное значение инвестиционные проекты.

Инвестиционная функция кредитного рынка является развитием перераспределительной функции кредита, так как в настоящее время основной спрос на кредитном рынке наблюдается на долгосрочные ресурсы, определяющие технический прогресс в различных отраслях экономики, а соответственно и экономический рост в стране. Что же касается физических лиц, то у них также велика потребность в инвестиционных кредитах, связанных с обустройством земельных участков, дач, строительством жилья (городской и загородной недвижимости), гаражей и т. п.

Стимулирующая функция кредитного рынка заключается в создании соответствующих условий для вовлечения свободных в экономике средств в кредитный оборот для выполнения капиталотворческой функции кредита.

Регулирующая функция – определяет соотношение спроса и предложения на временно свободные ресурсы, создавая основу для альтернативности их вложения, например, в государственные ценные бумаги, страховые полисы, иностранную валюту, в драгоценные металлы.

Социальная функция кредитного рынка заключается в дифференциации продавцов и покупателей ресурсов, создавая возможности для достижения социальной справедливости в национальной экономике (например, льготное кредитование малого бизнеса, отдельных потребительских нужд населения и т. д.).

Информационная функция – выполняет роль источника информации, знаний, сведений о рыночной процентной ставке, видах кредитных продуктов, их цене, а также условиях получения и способов оформления кредитов.

Кредитный рынок в институциональном плане представлен большим и разнообразным составом участников. Прежде всего, их следует разделить на две группы, а именно – на первых кредиторов и первых заемщиков, т.е.

владельцев временно свободных средств, выступающих на кредитном рынке с предложением их продать и на пользователей, испытывающих потребность в дополнительных денежных средствах и, следовательно, представляющих спрос на ресурсы на кредитном рынке. Это юридические и физические лица. Они одновременно могут выступать в двух лицах, т.е. с одной стороны, в определенное время размещать временно свободные средства на кредитном рынке, а с другой стороны, привлекать их для своих нужд. В этом состоит особенность как участников кредитного рынка, так и его самого. В то же время между первыми заемщиками и кредиторами есть финансовые посредники, которые являются неотъемлемой частью кредитного рынка.

Кредитный рынок является самым крупным сегментом финансового рынка и состоит из различных подсегментов. Для сегментации кредитного рынка используются различные критерии:

По сфере обращения различают:

- национальные кредитные рынки (рынки ссудных капиталов);
- мировой кредитный рынок (рынок ссудных капиталов).

По срокам размещения денежных средств различают:

- рынок краткосрочных (в том числе сверхкраткосрочных) кредитов;
- рынок средне- и долгосрочных кредитов.

По формам (видам) кредитов различают:

- рынок банковских кредитов, в том числе:
- рынок ссуд (депозитов);
- рынок производительных кредитов;
- рынок межбанковских кредитов;
- рынок потребительских кредитов;
- рынок ипотечных кредитов;
- рынок государственного кредита;
- рынок межхозяйственного кредита;

По типу заемщиков различают:

- рынок корпоративных кредитов (для юридических лиц-хозяйственников);

- рынок потребительских кредитов (для физических лиц, граждан)<sup>169</sup>;
- рынок межбанковских кредитов (заемщики – сами банки);
- рынок государственных кредитов (заемщики – государственные финансовые органы).

По типу кредиторов различают:

- рынок банковских кредитов;
- рынок кредитов небанковских кредитно-финансовых институтов;
- рынок государственного кредита;
- рынок кредитов организаций нефинансового сектора экономики.

По характеру деятельности кредиторов:

- рынок профессиональных кредиторов, т. е. тех, постоянное участие которых во всех операциях кредитного рынка либо на стороне кредиторов, либо на стороне заемщиков является видом их бизнеса, за счет получения доходов от которого они живут;

- рынок непрофессиональных кредиторов;
- рынок государственного кредита.

В зависимости от способа предоставления кредита заемщику кредитный рынок можно разделить на:

- рынок непосредственных ссуд, когда кредитная сделка оформляется прямыми договорами между кредиторами и заемщиками;

- рынок кредитных титулов, когда оформление кредита осуществляется с помощью свободнообращающихся долговых обязательств (коммерческих векселей, корпоративных и государственных облигаций, казначейских банкнот и векселей и т.п.).

По уровням кредита (истории его развития) различают:

- базовый кредитный рынок – прямое кредитование от кредитора к заемщику;

---

<sup>169</sup> Ковалева А.М. Финансы и кредит. – М.: Финансы и статистика 2005.

- интермедиированный кредитный рынок – кредитование через финансового посредника (инструментами на данном рынке выступают банковский кредит, облигационные займы, размещаемые на биржах);

- дезинтермедиированный кредитный рынок – кредитование без посредничества – через систему развитых кредитных рынков (инструменты на этом рынке – долговые ценные бумаги компаний, кредитные рейтинги, закладные);

- деривативный кредитный рынок – формирование параметров кредитных продуктов посредством рыночных механизмов без непосредственной передачи активов (инструменты: фьючерсы, опционы, свопы на кредитные продукты и др.).

В экономической литературе существуют различные варианты сегментирования кредитного рынка. По мнению многих авторов, наиболее интересной представляется классификация, представленная в таблице 2.1.

**Таблица 2.1 – Сегментация кредитного рынка**

<b>№</b>	<b>Классификационный признак</b>	<b>Виды (сегменты) кредитного рынка</b>
1.	По территории действия	- национальные кредитные рынки; - мировой кредитный рынок.
2.	По срокам размещения средств	- рынок краткосрочных кредитов; - рынок средне и долгосрочных кредитов.
3.	По формам кредиты	- рынок банковских кредитов; - рынок коммерческих кредитов; - рынок государственного долга; - рынок потребительских кредитов.
4.	По типу заемщиков	- рынок корпоративных кредитов (для юридических лиц, хозяйственников); - рынок потребительских кредитов (для

		<p>физических лиц, граждан);</p> <p>- рынок межбанковских кредитов (заемщики – сами банки);</p> <p>рынок государственных кредитов (заемщики – государственные финансовые органы).</p>
5.	По характеру деятельности кредиторов	<p>- рынок профессиональных кредиторов (то есть тех, для которых постоянное участие во всех операциях кредитного рынка как на стороне кредиторов, так и на стороне заемщиков является видом бизнеса, за счет получения доходов от которого они живут. Их деятельность лицензируется);</p> <p>- рынок непрофессиональных кредиторов;</p> <p>- рынок государственного кредита.</p>
6.	По типу кредиторов	<p>- рынок банковских кредитов;</p> <p>- рынок кредитов небанковских кредитно-финансовых институтов;</p> <p>- рынок государственного кредита;</p> <p>- рынок кредитов организаций нефинансового сектора экономики.</p>

Источник: Тихомирова Е.В. Банковский рынок корпоративных кредитов России. СПб.: Изд-во СПбГУ –ЭФ,2011.с.23

В странах с ограниченной конвертацией национальной валюты одним из видов кредита является кредит, выдаваемый в свободно конвертируемой валюте. Поэтому, на наш взгляд вышеприведенные классификационные признаки сегментации кредитного рынка целесообразно добавить: «вид валюты кредита: национальная валюта или свободно конвертируемая валюта».

Из всех видов классификации кредитного рынка для его сегментации чаще всего используют классификацию по видам заемщиков или видам кредиторов.



С точки зрения антимонопольного регулирования на наш взгляд сегментация кредитного рынка целесообразно осуществлять исходя из видов финансовых посредников, осуществляющих как аккумуляцию, так и перераспределение временно свободных средств в экономике.

Такая сегментация кредитного рынка соответствует его сути, с функциональной и с институциональной точек зрения, т.к. его основные участники могут выступать одновременно и заемщиками, и кредиторами (рис. 2.5).



**Рис.2.5 – Сегменты кредитного рынка**

Источник: Составлен авторами

В свою очередь каждый сегмент кредитного рынка распределяется на различные подсегменты. Так, банковский кредитный рынок можно разбить на коммерческое, ипотечное и потребительское кредитование, лизинговые, факторинговые и другие услуги. Основным поставщиком кредитов на рынке банковского кредита являются коммерческие банки.

На кредитном рынке небанковских кредитно-финансовых институтов в роли основных поставщиков кредитных ресурсов выступают лизинговые компании, кредитные союзы, микрокредитные организации, ломбарды, различные фонды, основным или исключительным видом деятельности которых является финансовая деятельность.

Главной особенностью банковского кредитного рынка и кредитного рынка небанковских кредитно-финансовых институтов является наличие системы жесткого государственного регулирования и контроля, а также высокий уровень конкуренции на данных рынках.

На кредитном рынке нефинансовых организаций заемщиками и кредиторами являются хозяйствующие субъекты, осуществляющие различные виды нефинансовой деятельности. Данный рынок не регулируется государством, сводные статистические данные и мониторинг по нему не ведется.

На рынке государственного кредита основными источниками кредитных ресурсов являются государственный бюджет и внебюджетные фонды, в том числе внебюджетные фонды государственных органов. Государственный кредит – совокупность экономических отношений, складывающихся между государством, с одной стороны, и юридическими и физическими лицами, иностранными государствами, международными финансовыми организациями – с другой, по поводу движения денежных средств на условиях срочности, возвратности, платности и формирования на этой основе дополнительных финансовых ресурсов участников этих отношений<sup>170</sup>.

Государственный кредит отличается от таких основных форм кредита, как банковский и коммерческий, обеспечением. При предоставлении банковского или коммерческого кредита в качестве обеспечения обычно выступают какие-либо конкретные ценности. При заимствовании средств государством обеспечением служит вся платежеспособность государства, все имущество, находящееся в его собственности, имущество данной территориальной единицы или какой-либо ее доход.

В отношениях, относимых к категории государственного кредита, государство выступает в роли заёмщика, кредитора или поручителя.

В первом случае, органы власти привлекают на добровольной, платной и возвратной основах временно свободные денежные средства юридических и

---

<sup>170</sup> А.Н.Азрилян «Большой экономический словарь». М. Фонд, 1995.

физических лиц, на внутреннем и внешнем рынках для финансирования дефицитов бюджетной системы. Эти операции опосредуются эмиссией государственных и муниципальных ценных бумаги организацией их обращения на фондовом рынке. Данная деятельность реализует фискальную функцию государственного кредита и ведет к образованию государственного внутреннего и внешнего долга и необходимости его обслуживать. Такой государственный кредит называется внутренним.

Во втором случае, органы власти кредитуют: ниже стоящие уровни бюджетной системы, предоставляя им бюджетные ссуды и покрытие временных кассовых разрывов; юридическим лицам, предоставляя им целевые бюджетные кредиты на реализацию программ социально-экономического развития территории; другим иностранным государствам, предоставляя им внешние кредиты за счет федерального бюджета на платной возвратной основе. Эта деятельность формирует возвратные финансовые потоки и служит регулированию экономического и социального развития страны. Такие отношения называются внешним государственным кредитом.

В третьем случае, органы власти предоставляют государственные и муниципальные гарантии и поручительства нижестоящим уровням бюджетной системы и юридическим лицам под долгосрочные целевые кредиты, внешние займы и др. Необоснованная выдача гарантий и поручительств может вести к увеличению государственного долга, т.к. это пролонгированные финансовые обязательства. Такие отношения называются условным государственным кредитом.

Особенностями рынка государственного кредита являются ограниченность конкуренции и направленность кредита на решение социально-экономических программ государства.

В основе сегментации конкурирующих банков и других финансово-кредитных учреждений должна быть информация следующего характера:

- финансовое положение;
- размер уставного и акционерного капитала;

- расположение основных офисов или филиалов;
- спектр услуг;
- качество услуг;
- обслуживаемые сегменты рынка;
- доля рынка в каждом сегменте;
- использование последних достижений банковской технологии;
- имидж;
- уровень автоматизации;
- стандарты кредитоспособности;
- квалификация персонала;
- стоимость услуг;
- эффективность рекламы;
- эффективность продаж банковских услуг;
- преимущества/недостатки рынка;
- эффективность сегментации рынка;
- имена и биографические данные директоров и руководящего персонала;
- сильные стороны при действии на рынке (доминирует или обладает чем-то уникальным); новаторство (в услугах, доставке, стимулировании, маркетинге);
- усилия по стимулированию; альянсы на новом рынке;
- основные счета<sup>171</sup>.

При помощи сбора данных досье составляется на каждого конкурента. Оно подводит итог всему исследованию и дает понятие о его сильных и слабых сторонах. Конкуренция слишком серьезна, чтобы к ней относиться халатно.

#### **2.3.4. Валютный рынок и его сегментация**

В международной валютной терминологии различают:

---

<sup>171</sup> <http://center-yf.ru/>

- валютные рынки, на которых осуществляется торговля национальными валютами. Продажа или покупка валюты здесь происходит в стране ее происхождения;

- евторынок (рынок евровалют), на котором торгуются депозиты и кредиты в любой валюте, независимо от страны ее происхождения.

Под торговлей валютой здесь понимается совокупность конверсионных (обменных) и депозитно-кредитных операций в иностранных валютах, осуществляемых участниками валютного рынка по рыночному курсу или процентной ставке. Если немецкий банк берет кредит у банка в США в долларах, он торгует на международном валютном рынке, а если тот же самый банк получает тот же самый кредит в долларах США у банка в Лондоне или Швейцарии, то торговля происходит на рынке евровалют.

Существует понятие евровалюта – евродоллар, еврорубль, евройна – все это одноименные валюты на депозитных и ссудных счетах банков, которые находятся не в стране эмитента этих валют.

По направлениям торговли на валютном рынке различают:

- конверсионные операции – это сделки по обмену одной национальной валюты в другую по согласованному двумя сторонами курсу на определенную дату. Конверсионные операции производятся на валютном рынке FOREX (Foreign Exchange Operations);

- депозитно-кредитные операции – это совокупность краткосрочных (от 1 дня до 1 года) операций по размещению свободных денежных остатков (депозитные операции – deposits) или по привлечению недостающих средств в иностранных валютах (кредитные операции – loans) на определенный срок под фиксированный в соглашении процент. Депозитно-кредитные операции проводятся на денежном рынке (Money Market Operations)<sup>172</sup>.

В свою очередь, конверсионные операции подразделяются на операции типа спот (дата поставки валют не позднее следующего дня после заключения

---

<sup>172</sup> Р.И. Каюмов, И.С. Хакимов, А.А. Рахимов. Методы анализа финансовых рынков. Учебное пособие. - Ташкент, ТГЭУ, 2007. – 381 с.

сделки) и срочные операции (срок поставки от нескольких дней до нескольких лет).

Срочные валютные операции предполагают поставку обусловленной суммы валюты через определенный срок, после заключения сделки по курсу, зафиксированному в момент ее заключения. К срочным валютным операциям относятся форвардные и фьючерсные сделки, а также опционы.

*Форвардные сделки* заключаются на межбанковском валютном рынке между банками и крупными корпорациями, как правило, без посредников (на прямую) и предполагает фактическую поставку валюты. Сумма сделки определяется сторонами. Основная цель этих операций – конверсия валюты в коммерческих целях (для предстоящих платежей) или страхование портфельных и прямых инвестиций за границей от убытков в связи с возможным понижением курса валюты, в которой они осуществлены. Спекулятивные операции на этом рынке практически не осуществляются, так как доступ на форвардный рынок небольших фирм и инвесторов ограничен. Поэтому курс валюты форвардной сделки определяется на основе ожиданий (прогнозов) участников сделки. Однако, он является вторым (после курса «спот») исходным показателем определения валютных курсов при заключении других срочных сделок, так как межбанковский валютный рынок является самым большим и, как бы, первичным (участников данного рынка можно рассматривать как маркет-мейкеров на других валютных рынках).

*Валютный фьючерс* – это срочный контракт на продажу или покупку стандартного количества какой-либо валюты по курсу, установленному при заключении сделки. Он отличается от форвардной сделки по следующим признакам: фьючерсные сделки заключаются на валютных биржах, клиринговых домах или расчетных палатах; неограниченный доступ участников; сделки заключаются в форме стандартных контрактов, в которых регламентируется сумма контракта (обычно – круглая сумма); участники сделки действуют, не зная друг друга, через брокеров и должны внести гарантийный депозит на его счет.

Фьючерсный рынок является односторонним, где участники сделки являются или покупателями, или продавцами и, соответственно котируется один курс валюты (покупателя или продавца). Фактическая поставка валюты осуществляется по небольшому числу контрактов (от 1% до 5% сделок). Следовательно, этот рынок правильнее рассматривать как спекулятивный (здесь важное значение имеет не приобретение валюты, а доход с курсовой разницы).

Валютный курс фьючерсной сделки отличается большим трендом и более высоким спредом (чем форвардный) от курса «спот», и выражает только одну цену (BID или ASK).

*Опцион* представляет собой срочный контракт, дающий одной из сторон, при условии уплаты установленной комиссии (премии), право выбора купить (сделка «колл») или продать (сделка «пут») определенное количество какой-либо валюты по курсу, установленному при заключении сделки до истечения оговоренного срока. Валютный опцион применяется в основном для страхования от валютного риска. Особенность сделок на условиях опциона заключается в том, что участник сделки, имея право, не обязан его реализовывать. В тоже время, при возникновении такой потребности, он может реализовать это в любой день в течение срока действия контракта. Опционные сделки содержат большой риск для банка, поэтому он устанавливает менее выгодный курс для клиента. На курс опционного контракта, помимо общих для срочных операций факторов, оказывает влияние размер комиссии по опциону.

Особое место среди валютных сделок занимают *операции «своп»*, предусматривающие куплю-продажу валюты на условиях немедленной поставки с одновременной контрсделкой на определенный срок с теми же валютами. Курс «своп» по первоначальной сделке соответствует курсу «спот», который в контрсделке корректируется с учетом премии или дисконта в зависимости от динамики валютного курса, а спред в расчет не принимается, т.к. считается взаимопогашаемым.

По месту совершения операции различают:

- рынок Forex;
- рынки евровалют (deposits/ loans);
- обменные пункты коммерческих банков;
- «черный» рынок (в странах с низким уровнем развития рыночных отношений).

В Узбекистане свободная конвертация валют была открыта только недавно. Поэтому данный рынок пока формируется. Вместе с тем, до этой реформы и в настоящее время операции по конвертации валют и переводу средств в иностранной валюте осуществлялись и осуществляются коммерческими банками, имеющими лицензию на ведение валютной деятельности. С позиции оценки конкуренции, представляет интерес анализ состояния кредитования субъектов хозяйствования в иностранной валюте. Исследования целесообразнее осуществить в рамках оценки состояния конкуренции на кредитном рынке.

#### **2.4. Взаимосвязь и взаимозависимость сегментов финансового рынка**

Процесс развития финансового рынка характеризуется постоянным переливом финансовых ресурсов из одних его видов и сегментов на другие<sup>173</sup>. Процесс этот носит не стихийный характер, а подчиняется определенным законам, т.е. является закономерностью, обусловленной взаимосвязью и взаимозависимостью сегментов финансового рынка, которые проявляются в условиях рыночных отношений. Для определения этой закономерности и выявления причин взаимосвязи и взаимозависимости сегментов финансового рынка следует рассмотреть те сегменты финансового рынка, которые непосредственно участвуют в процессе аккумуляции и перераспределения временно свободных финансовых ресурсов в виде инвестиций и обеспечивают их приращение.

---

<sup>173</sup> <http://studfiles.net>



Именно инвестиционная составляющая является основной причиной перелива финансовых ресурсов из одних сегментов финансового рынка в другие. Ранее мы отмечали, что целесообразность в инвестировании возникает при наличии двух основных факторов: доходности (эффективности) и альтернативности (возможности выбора из нескольких имеющихся вариантов) вложения капитала. Исходя из этой целесообразности, финансовые ресурсы будут изыматься из сегментов, где ставка доходности ниже, и перемещаться в сегменты, где эта доходность выше.

Е.В. Аристова утверждает: «Поскольку одной из основных характеристик рынка является цена, то рассмотрим также, что представляет собой цена финансовых ресурсов. Ценой финансовых ресурсов является процентная ставка, представляющая собой плату за пользование финансовыми ресурсами, которая определяется риском, возникающим на финансовом рынке. Под риском будем понимать вероятность неполучения ожидаемого дохода от инвестиций (или несение дополнительных расходов по привлечению финансовых ресурсов) в связи с отклонением процентной ставки в неблагоприятном направлении»<sup>174</sup>. На основе своих исследований Е.В. Аристова делает вывод о том, что именно вероятность отклонения цены от равновесной порождает спекуляции на финансовом рынке, то есть является причиной деформации экономической роли финансового рынка. Равновесие на финансовом рынке складывается в виде совокупности сочетаний процентных ставок, отражающих доходность различных финансовых инструментов и соответствующих им рисков. Равновесие, таким образом, обеспечивается благодаря наличию различных финансовых инструментов и сегментов финансового рынка.

Однако, по мнению лауреата Нобелевской премии Роберта Мертона и доктора экономики Зви Боди во многих случаях финансовые решения в сфере использования личных средств могут приниматься на основании выбора варианта, который приводит к увеличению стоимости имущества независимо

---

<sup>174</sup> Аристова Е.В. Теоретические основы взаимосвязи сегментов финансового рынка России// Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук.

от индивидуальных предпочтений или анализа степени риска<sup>175</sup>. На основе анализа максимизации стоимости активов и принятия финансовых решений эти авторы пришли к выводу, что финансовое решение является рациональным даже в том случае, когда оно принимается только на основании стремления к максимизации стоимости активов, независимо от соображений относительно степени риска и иных личных предпочтений. Следовательно, возможность получения большей доходности является основным фактором перемещения финансовых ресурсов из одного сегмента финансового рынка в другие. Причем перемещение будет осуществляться до тех пор, пока ставка доходности во всех сегментах не сравняется, что обусловлено действием закона единой цены, который гласит, что если на конкурентном рынке проводятся операции с равноценными (эквивалентными, идентичными по своей сути) активами, то их рыночные цены будут стремиться к сближению. В основе действия закона единой цены лежит процесс, называемый арбитражем (arbitrage) – покупка и немедленная продажа эквивалентных активов с целью получения гарантированной прибыли на основе разницы в их ценах.

Е.В. Аристова в своей диссертации провела анализ взаимосвязи следующих сегментов финансового рынка России: рынок драгоценных металлов; валютный рынок; рынок государственных ценных бумаг; рынок акций; рынок корпоративных облигаций; рынок субфедеральных и муниципальных облигаций; кредитный рынок. Анализ взаимосвязей между отдельными сегментами финансового рынка подтвердил их наличие. Обнаруженные связи различаются по силе и характеру взаимодействия. Наиболее сильная взаимозависимость друг с другом присуща сегментам, относящимся к рынку ценных бумаг. Также сильная взаимосвязь со всеми сегментами характерна для валютного рынка. Кредитный рынок является сегментом, который связан с другими слабее всех<sup>176</sup>.

---

<sup>175</sup>, Зви Боди, Роберт, К. Мертон Финансы: пер. с англ.: Уч. пос. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. – 592 с.

<sup>176</sup> Аристова Е.В. Теоретические основы взаимосвязи сегментов финансового рынка России// Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук.

По нашему мнению, слабая взаимосвязь кредитного рынка с другими сегментами отчасти обусловлена низким уровнем развития финансового рынка России. В странах с высоким уровнем рыночных отношений и развитым финансовым рынком стоимость активов всех сегментов финансового рынка во многом определяется величиной ключевой процентной ставки в экономике.

Центральный банк страны, осуществляя дисконтную политику, заключающуюся в изменении ключевой ставки, регулирует размер ставок по кредитам, валютного курса и платежного баланса посредством воздействия на международное движение капиталов и динамику внутренних кредитов, денежной массы, цен и совокупного спроса.

Влияние процентных ставок на экономическую ситуацию в стране и курс ее валюты можно описать следующим образом:

Во-первых, рост основной процентной ставки в конкретной стране повышает привлекательность национальной валюты как средства инвестирования в первую очередь для иностранных держателей капиталов (в условиях относительно свободного передвижения капиталов). Средства иностранных инвесторов играют существенную роль в формировании курса национальной валюты, поскольку объем сделок по ним может быть очень существенным. Фактически, рост курса национальной валюты подогревается тем, что она становится популярна среди иностранных инвесторов, готовых покупать валюту за все более высокую цену в расчете на высокий доход по депозитам. Привлечение средств иностранных инвесторов сопровождается оживлением национальной экономики. Однако следует отметить, что страна, ориентированная на подобные отношения с внешними инвесторами, в то же время оказывается, зависима от их мнения.

Во-вторых, интерес к хранению средств в национальной валюте проявляют внутренние деловые круги и частные лица, у которых имеется свободный денежные ресурсы, и, которым повышение процентной ставки принесет больший доход, чем от вывоза капитала (его конвертации).

В данном случае, мы видим прямое воздействие процентной ставки на валютный курс. Это как-бы первая волна (ударная сила). Косвенное воздействие процентной ставки можно охарактеризовать на следующем примере. Допустим, какая-то страна с пассивным платежным балансом повысила процентную ставку, и это обеспечило прилив иностранного капитала и уменьшило отлив национального. В результате платежный баланс страны улучшился. Кроме того, повышение ставки связало денежную массу и снизило инфляцию. Другими словами, наблюдается улучшение основных экономических показателей страны, что не может быть не замечено участниками валютного рынка. В данном случае, можно говорить о второй волне (ударной силе), которая вызвана эффектом первой.

Понижение процентной ставки приводит к оттоку капитала, снижает активное сальдо платежного баланса и снижает курс национальной валюты.

В качестве примера применения дисконтной политики на практике можно привести деятельность FOMC (Federal Open Market Committee – Федеральный комитет открытого рынка) – комитет в структуре ФРС США. В него входит в полном составе Совет управляющих ФРС. Обязательный член – президент Нью-Йоркского федерального резервного банка; еще четыре президента других федеральных резервных банков входят в FOMC по принципу ротации. FOMC проводит свои заседания один раз в 4-6 недель. Решения принимаются по вопросам воздействия на денежные рынки, объемам кредитования, процентным ставкам, а также по регулированию валютного рынка. FOMC является одной из самых ключевых фигур современного государственного регулирования международных финансовых рынков<sup>177</sup>.

Вместе с тем, следует отметить, неоднозначность воздействия изменения процентной ставки на экономику страны. Повышение ставки и соответственно курса валюты положительно сказывается на внешнеэкономической деятельности, но может отрицательно отразиться на внутренней экономике.

---

<sup>177</sup> Найман Э. -Л. Малая Энциклопедия Трейдера –К . ВИРА-Р Альфа Капитал, 1999. –236 с..ил. 134 – Библиогр -с. 221.

Связывание денежной массы (изъятие из обращения части денежных средств), снижая инфляционный процесс, одновременно снижает внутреннюю деловую активность (меньше денег – меньше средств платежа). Рост основной процентной ставки влечет соответствующий рост стоимости кредитов, которыми пользуется национальный бизнес, что охлаждает деловую активность и снижает темпы роста национальной экономики (есть ли смысл рисковать и вкладывать деньги бизнес под 15% годовых если по вкладам в банке можно получить 14%), особенно, если она находится в состоянии застоя. Снижение деловой активности влечет образование невостребованных ресурсов, которые будут искать свое применение за пределами данной страны, т.е. вызовет отлив капитала из страны.

Использование учетной ставки (ставки рефинансирования) в качестве инструмента денежно-кредитной политики также имеет свои особенности. Дело в том, что объем кредитов, получаемых коммерческими банками в центральных банках, обычно составляет незначительную долю привлекаемых ими средств. Поэтому изменение учетной ставки – прежде всего индикатор денежной политики Центрального банка. В условиях стабильного экономического развития, как правило, не происходит резкого изменения курса, а следовательно, и частого изменения учетной ставки. Иногда даже, как, например, в США, учетная ставка изменяется вслед за движением процентных ставок на рынке капиталов, с тем чтобы разница между учетной ставкой и рыночной ставкой была не слишком велика.

При использовании процентной ставки как механизм повышения валютного курса, необходимо учитывать такие факторы как экономическая и политическая стабильность, ориентированность экономики на источники средств ее финансирования. В частности, США – страна, ориентированная на инвесторов, поэтому к ней применим вариант прямого изменения курса доллара к изменению процентной ставки<sup>178</sup>.

---

<sup>178</sup> Анализ финансовых рынков и торговля финансовыми активами. Сп. «Питер» 2005. – 205 с.

Из приведенного выше материала видно, что изменение ключевой ставки в экономике, как правило, прямо пропорционально влияет на все банковский процентные ставки и курс национальной валюты при развитых рыночных отношениях.

Что касается влияния ключевой ставки на стоимость активов рынка ценных бумаг, то здесь существует принципиально иная зависимость.

Роберт Мертон и Зви Боди на конкретных расчетах обосновали, что при повышении рыночных процентных ставок курс любых ценных бумаг с фиксированным доходом понижается. Это связано с тем, что инвесторы приобретут только в том случае, если они обеспечат им уровень доходности, соответствующий новым рыночным условиям<sup>179</sup>. Относительно обыкновенных (простых) акций они обосновали, что их цена определяется величиной ожидаемой доходности, которая рассчитывается как сумма безрисковой ставки доходности и платы за риск. А так как одной из безрисковых ставок в экономике является ставка рефинансирования центрального банка, то ее изменение, согласно закона единой цены, неизбежно приведет к изменению другой безрисковой ставки – ставки доходности по государственным ценным бумагам. Это, в свою очередь, повлияет на величину ожидаемой ставки доходности, а, следовательно, приведет к изменению стоимости обыкновенных акций.

Один из признанных авторитетов в области анализа финансовых рынков Эрик Л. Найман в своей книге «Малая Энциклопедия Трейдера» пишет: «Самым распространенным слухом на фондовом и валютном рынках является ожидание изменения учетной ставки. Если на рынке ожидают повышения процентных ставок, то это грозит фондовому рынку снижением, а валютному – ростом национальной валюты»<sup>180</sup>.

---

<sup>179</sup> Зви Боди, Роберт, К. Мертон Финансы: пер. с англ.: Уч. пос. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. – 592 с.

<sup>180</sup> Найман Э. -Л. Малая Энциклопедия Трейдера –К . ВИРА-Р Альфа Капитал, 1999. –236 с..ил. 134 – Библиогр -с. 221

Данное утверждение Э. Наймана включает в себя два важных обстоятельства.

Во-первых, торговля на финансовых рынках (за исключением кредитного) осуществляется на основании слухов. Стандартная реакция трейдера (инвестора) на слух – успеть первому совершить сделку. В это время некогда думать, главное – это быстрота реакции. В момент появления слуха на рынке зарождается новая достаточно мощная и быстрая волна, которая способна формировать любые самые сильные тренды. И, пока этот слух не дошел до самого последнего трейдера – тренд, заданный в самом начале будет продолжаться. Сила тренда будет при этом прямо пропорциональна количеству новых получателей слухов<sup>181</sup>.

Трейдеры заинтересованы в работе на слухе ровно до момента его подтверждения или опровержения. При этом, как правило, происходит обратное движение цен. Если на рынке возникнет слух о повышении банковской процентной ставки, то на фондовом рынке, еще до объявления решения центрального банка начнет падать стоимость ценных бумаг, и к моменту объявления этого решения снизится именно на ту величину, которую ожидал рынок. На валютном рынке произойдет процесс роста курса национальной валюты, но только до момента объявления о принятии решения центральным банком.

В отличие от остальных финансовых рынков, на рынке кредитных ресурсов изменение процентной ставки произойдет только после принятия решения центрального банка об изменении ключевой ставки в экономике. Несовпадение по времени изменения процентных ставок на кредитном рынке со сроками изменением цен на остальных финансовых рынках повлияло на результаты корреляционного анализа Е.В. Аристовой, в результате чего этим автором был сделан неверный вывод о низкой взаимосвязи данного рынка с другими. Ошибка данного автора заключается не в выборе метода расчета, а выборе интервала расчета, который она определила в один месяц. Слухи об

---

<sup>181</sup> Там же.

ожидающемся изменении ключевой ставки в экономике начинаются распространяться гораздо раньше, чем за один месяц до факта их подтверждения.

Во-вторых, изменение ключевой процентной ставки в экономике прямо пропорционально влияет на процентные ставки по депозитам и кредитам, а также курсы национальной валюты и обратно пропорционально воздействует на стоимость ценных бумаг и драгоценных металлов.

По своей сути, драгоценные металлы (золото) играют роль резервной валюты, значимость которой возрастает в период мировых финансово-экономических кризисов, когда одновременно начинают обесцениваться все основные валюты, используемые в международных расчетах. По этой причине изменение цен на золото можно использовать как индикатор состояния мировой экономики. В период кризисов и рецессии его цена возрастает, а период подъема экономики – она снижается.

Из сказанного выше можно сделать вывод, что все финансовые рынки между собой взаимосвязаны. Изменение цен на одном из них мгновенно оказывает влияние на динамику цен на других. Это утверждение в полной мере относится и к рынку производных финансовых инструментов. Поэтому аргументы Е.В. Аристовой о не целесообразности исследования взаимосвязи данного сегмента финансового рынка с другими его сегментами представляются неубедительными. По ее мнению рынок производных финансовых инструментов (деривативов) также не следует рассматривать как сегмент финансового рынка, поскольку он является самостоятельным рынком, производным от всех сегментов финансового рынка, а его назначение заключается в хеджировании рисков инвесторов<sup>182</sup>.

Взаимосвязь и взаимозависимость рынка производных инструментов с остальными финансовыми рынками проще показать на примере валютного рынка, где эти инструменты участвуют при заключении срочных сделок.

---

<sup>182</sup> Аристова Е.В. Теоретические основы взаимосвязи сегментов финансового рынка России// Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук.



Курс валют по срочным сделкам отличается от курсов «спот» по следующим основным причинам:

а) прогнозируемый курс, рассчитанный на основе тенденции развития текущего курса, практически не совпадает с последним (если рынок юаня имеет тенденцию роста по отношению к доллару, то в будущем, при всех равных условиях, правильнее ожидать более высокий курс юаня). Разница между курсами «спот» и курсами срочных сделок определяется как скидка (дисконт) с курса «спот», когда срочный курс ниже текущего или как премия, если он выше;

б) величина спреда при срочных сделках больше чем при операциях «спот», и чем длиннее срок сделки, тем выше спред. Увеличение спреда обусловлено необходимостью снижения валютных рисков, возможных на рынке;

в) при расчете срочного курса принимается во внимание разница процентных ставок по срочным вкладам в этих валютах<sup>183</sup>.

При осуществлении валютных операций (как и прочих операций на финансовом рынке) большую роль играет временной арбитраж. *Арбитраж* – это операции по покупке какого-либо товара с последующей его продажей в целях получения прибыли за счет разницы цен. Покупка товара на одних рынках с целью продажи на других называется *пространственным арбитражем*. Покупка товара его продажа после истечения какого-либо срока (выждав благоприятное время) – *временной арбитраж*.

Временной валютный арбитраж (использование изменения курса валюты во времени для получения прибыли) получил широкое распространение после перехода на плавающие валютные курсы и, в настоящее время, является основным видом сделок. Поэтому в дальнейшем будем называть его просто арбитраж.

Арбитражные сделки бывают двух типов:

---

<sup>183</sup> Красавина Л.Н. «Международные валютно-кредитные и финансовые отношения». М.: «Финансы и статистика» 2003.

- покупка-продажа, т.е. сейчас мы покупаем дешевле с целью продать дороже в будущем;

- продажа-покупка, т.е. сейчас мы стремимся продать дороже, чтобы в будущем купить по более низкой цене (вспомните понятия длинная и короткая позиции).

В современных условиях компьютеризации и информатизации валютные рынки предлагают свои клиентам полную информацию по текущим и форвардным курсам валют. Существуют специальные агентства (Рейтер, Доу-Джонс Телерейт, Блумберг, Тенфор и др.), предоставляющие такую информацию в разрезе основных рынков в режиме реального времени. Срочные курсы определяются исходя из уровня совокупного спроса и предложения (по итогам заключенных форвардных и фьючерсных сделок) на различных рынках, при этом даются мнения экспертов по будущей динамике курсов валют и приводятся факторы, на основе которых делаются такие выводы.

Естественно, каждый трейдер делает свои прогнозы по изменению курсов валют и, если его прогнозы совпадают с полученной информацией, может начать осуществлять сделку. Допустим, ожидается, что через три месяца курс евро к доллару повысится 1,32 до 1,39 (форвардный курс). Что выгоднее трейдеру: купить евро сегодня по текущей цене, заключить срочную сделку или купить через три месяца? Как поведут себя другие участники рынка? Банки и ТНК начнут сразу обращать часть своих долларовых валютных резервов в евро. Корпорации, которым предстоит расчеты с контрагентами в евро, также начнут заранее скупать эту валюту (конверсионные сделки). То же самое сделают участники рынка, которым предстоит возврат займов в евро. Стратегические инвесторы будут скупать евро. Спекулятивные инвесторы могут скупать, а могут и продавать евро, делая прибыль на краткосрочном колебании курсов. В любом случае, произойдет движение на текущем рынке в направлении форвардной цены, так как повысится спрос на евро на этом рынке.

Аналогичное движение произойдет и на рынке фьючерсных контрактов и валютных опционов, где при заключении сделок, ориентируются на курсы

форвардных контрактов. Причем, курс валюты на этих рынках может значительно превысить курс валюты по форвардным сделкам. И хотя фьючерсные контракты не предусматривают фактической поставки валюты, фьючерсные дилеры и держатели контрактов на продажу начнут подкреплять свои позиции за счет сделок на текущих, форвардных и опционных рынках.

Корреляция рынка спот и рынка фьючерсов одного товара равна почти 100 процентам. Это вызвано тем, что разница этих рынков состоит в основном в стандартных сроках поставки покупаемого товара. Вместо биржевой и брокерской комиссии по фьючерсам на рынке спот мы теряем спрэд. Есть еще разница в функционировании фьючерсного рынка и рынка спот. Фьючерсы развиты по большей мере в США, поэтому большие объемы на этом сегменте рынка присутствуют именно с открытием основных биржевых площадок США. Для рынка же спот наибольшие объемы рынка приходятся на европейские рынки. Но это различие скорее сказывается на количестве заключаемых сделок и меньше на цене.

Динамика цены на рынке спот должна подтверждаться изменениями фьючерсных цен. Если этого нет, то возможна просто временная сдвигка, и цены все-таки восстановят паритет. Или данное движение цены на спот-рынке было случайным и кратковременным, что в дальнейшем приведет к "откату"<sup>184</sup>.

Так как рынок спот более динамичен, когда работает Европа, то фьючерсные цены в это время будут зависимыми от цен спот-рынка. Напротив, на рынке США при закрытии европейских рынков пальма первенства по активности будет принадлежать фьючерсам.

Реакция рынков на все валютные изменения, вызванные под воздействием тех или иных факторов, происходят в виде всплесков или волны. Поэтому курсы на валютных рынках начнут неизменно колебаться (то сильнее, то слабее) в ту и другую стороны пока не уравновесятся, т.е. пока не будет найдена золотая середина (курс устраивающий всех участников рынка).

---

<sup>184</sup> Найман Э. -Л. Малая Энциклопедия Трейдера –К . ВИРА-Р Альфа Капитал, 1999. –236 с..ил. 134 – Библиогр -с. 221

*Из сказанного можно заключить, что курсы валют на текущем и срочных рынках тесно взаимосвязаны между собой и изменение одного из них, вызывает адекватную реакцию на других рынках. Данное правило вполне применимо и рынку ценных бумаг и рынку драгоценных металлов. Ценовые изменения на одном сегменте финансового рынка, как мы уже отмечали ранее, повлекут ценовые изменения на других. Такая особенность финансовых рынков обеспечивает их саморегулирование, а также сбалансированность всех рынков.*

Наличие причинно-следственных связей в ценообразовании на финансовых рынках составляет основу фундаментального метода анализа этих рынков. Суть данного анализа заключается в оценке воздействия фундаментальных факторов на цены финансовых активов. При этом, под фундаментальными факторами понимаются события, явления и процессы происходящие в обществе, стране или в мире. Влиять на стоимость финансового актива может все, вплоть до прогноза погоды. Другими словами, на изменение финансовых активов, кроме колебания цен на других сегментах, оказывает влияние множество других факторов.

Приведем группировку фундаментальных факторов, влияющих на валютные курсы по степени их важности, которая сделана Э. Найманом.

К первой группе относятся:

- дефицит торгового баланса (trade deficit). Торговый баланс представляет собой стоимостное соотношение объемов экспорта и импорта товаров за определенный период. Превышение экспорта над импортом дает положительное сальдо, а превышение импорта над экспортом приводит к образованию отрицательного сальдо (дефицита). При его росте, как правило, курс национальной валюты снижается;

- дефицит платежного баланса (payment deficit). Платежный баланс можно кратко охарактеризовать как статистическое обобщение экономических сделок, осуществляемых резидентами данной страны и внешним миром на определенную дату. Платежный баланс включает в себя, помимо торгового

баланса, баланс услуг и некоммерческих платежей, баланс текущих операций (движение товаров, услуг и односторонних переводов), баланс движения капиталов, и операции с официальными валютными резервами. Влияние дефицита (отрицательного сальдо) платежного баланса на курс валюты страны такое же, как и у дефицита торгового баланса;

- индексы инфляции: индекс потребительских цен (CPI) и индекс оптовых цен (PPI). При росте инфляции курс, как правило, снижается;

- официальные учетные ставки (репо, ломбардная и т.п.). При их росте курс, как правило, повышается;

- динамика валового национального продукта (GDP). При росте GDP курс, как правило, растет;

- данные по безработице (unemployment) или занятости (employment). Рост безработицы (падение занятости), как правило, сопровождается падением курса национальной валюты. Однако для каждой из стран на сегодня существуют официально принятые данные по эффективной безработице. Т.е. по допустимым и даже желательным для процветания экономики размерам безработицы. На сегодня эти размеры колеблются от 3 до 7 процентов от всего работоспособного населения в зависимости от страны;

- данные по денежной массе (M4, M3, M2, M1, M0). Рост денежной массы, как правило, сопровождается падением курса национальной валюты. Однако иногда данные по росту денежной массы приводят к ожиданиям повышения учетной ставки и, в конечном итоге, к повышению курса;

- выборы (elections) в парламент (конгресс, сенат и т.п.), и выборы президента. Изменение курса зависит от предвыборных обещаний кандидатов и исторических предпочтений партий, побеждающих на выборах.

Ко второй группе относятся:

- размеры розничных продаж (retail sales). При их росте курс может повыситься;

- размеры жилищного строительства (housing starts). При его росте курс может также повыситься;

- величина заказов (orders). Рост количества заказов сопровождается, как правило, незначительным повышением курса;

- индекс производственных цен (producer price). Их рост может вызвать падение курса;

- индекс промышленного производства (industrial production). Его рост может вызвать рост курса;

- производительность в экономике (productivity). Падение производительности может вызвать падение курса.

О новостях первой и второй группы можно узнать из информационных агентств (Reuters, Dow Jones, AFX, Knight Ridder, Futures World News и т.п.).

К третьей группе фундаментальных факторов относятся данные, которые возможно получать в режиме реального времени:

- форвардные курсы соответствующих валют (forward);

- фьючерсные курсы валют;

- эффективный обменный курс, который рассчитывается как отношение изменения национальной валюты к определенной корзине других валют;

- депозитные ставки (deposit repos);

- индексы акций (NIKKEY, Dow Jones, DAX, FTSE и т.д.) – рост этих индексов говорит о хорошем состоянии национальной экономики и повышает спрос на национальную валюту данной страны;

- динамика цен государственных облигаций (T-bills, T-bonds) – увеличение спроса на государственные ценные бумаги и следующее за ним повышение их цен, как правило, сопровождается ростом национальной валюты<sup>185</sup>.

Кроме того, на валютные курсы оказывают влияние международные финансовые организации, государство, центральные банки, сами участники валютного рынка и другие факторы.

Если для прогнозирования динамики цен на валютном рынке или рынке драгметаллов принимаются в расчет только макроэкономические факторы, то

---

<sup>185</sup> Найман Э. -Л. Малая Энциклопедия Трейдера –К . ВИРА-Р Альфа Капитал, 1999. –236 с..ил. 134 – Библиогр -с. 221

при прогнозировании динамики ценных бумаг (корпоративных), необходимо учитывать отраслевые и внутренние факторы деятельности эмитента.

Все эти факторы могут оказывать разнонаправленное воздействие на цены финансовых активов. Поэтому целью работы с фундаментальными данными является:

- выявление логических связей в экономике, сравнение макроэкономической ситуации в странах (используется в долгосрочных операциях);

- работа на основе новостей. Сравнение планового показателя и фактического значения (осуществление краткосрочных операций);

- планирование изменения показателя и использование того, что рынок еще до факта публикации значения уже начнет его закладывать в рыночную динамику;

- выявление «идеи фикс», что предполагает поиск ключевого экономического или политического события или процесса, который волнует участников рынка. Новости рынка воспринимаются за или против процесса.

Однако работу с фундаментальными факторами осложняет непредсказуемость поведения инвесторов. Во-первых, трудно предсказать какое событие они воспримут как ключевое. Во-вторых, одно и то же событие ими может быть в одних случаях воспринято как положительное, а в других – как отрицательное. Поэтому на финансовых рынках существенную роль играет такой фактор как «поведение толпы». Дело в том, что на рынке существует три группы трейдеров: играющие на повышение цены, играющие на понижение цены и выжидающие. Присутствие последней группы трейдеров, самых многочисленных по составу, оказывает давление и на трейдеров первых двух групп. Присоединение выжидающих трейдеров к той или другой группе определяет движение цены актива на рынке.

В связи с этим, утверждать наличие взаимосвязи между различными сегментами финансового рынка можно, однако точно прогнозировать в каком направлении изменятся цены на других сегментах из-за изменения цен на

одном из сегментов финансового рынка не возможно. Поэтому правильнее утверждать, что повышение процентных ставок снижает привлекательность ценных бумаг (курс ценных бумаг снижается). Однако если такое повышение сопровождается ростом курса национальной валюты, то фондовый рынок может принять тенденцию роста. В то же время, повышение процентных ставок и валютного курса могут вызвать перелив капитала с фондового рынка на рынок ссудных капиталов и валютный, что понизит спрос на фондовые инструменты<sup>186</sup>.

Взаимосвязь страхового рынка с другими сегментами финансового рынка также существует, но имеет свою специфику, которая обусловлена особенностью деятельности страховых компаний и пенсионных фондов.

Во-первых, спрос на страховые услуги возрастает в периоды экономической нестабильности или неопределенности в движении цен на активы других сегментов финансового рынка, когда вопросы защиты инвестиций в такие активы становятся приоритетными. Следовательно, нестабильность функционирования остальных сегментов финансового рынка активизирует объемы операций на страховом рынке.

Во-вторых, средства по полюсам страхования жизни и имущества, системы пенсионного страхования прирастают за счет вложения этих средств на депозитные счета в коммерческих банках или в ценные бумаги.

Поэтому страховой рынок, с позиции аккумуляции и последующего перераспределения в виде инвестиций финансовых ресурсов, осуществляет функцию финансового посредника и инвестора.

А.М. Бабашкина, говоря о взаимосвязи сегментов финансового рынка, отмечает: «Все сегменты финансового рынка тесно взаимосвязаны между собой, их границы пересекаются, одни финансовые инструменты могут конвертироваться в другие. Неотъемлемым сегментом финансового рынка является страховой рынок. Необходимо использовать, следовательно,

---

<sup>186</sup> Р.И. Каюмов, И.С. Хакимов, А.А. Рахимов. Методы анализа финансовых рынков. Учебное пособие. - Ташкент, ТГЭУ, 2007. – 381 с.



многомерную структуризацию финансового рынка. Страховой рынок, ввиду объективной потребности в страховании, вступает непосредственные страховые отношения с финансами предприятий и населения, банковской системой, государственным бюджетом и внебюджетными целевыми фондами. Специфические отношения складываются между страховым рынком и государственным бюджетом и государственными внебюджетными фондами в рамках системы обязательного страхования. Страховые организации размещают свои страховые резервы и другие инвестиционные ресурсы на рынке ценных бумаг, в банках, на валютном рынке, что предопределяет четкую взаимосвязь между отдельными сегментами финансового рынка»<sup>187</sup>.

Страховые, инвестиционные и пенсионные фонды проводят активную политику "портфельного" инвестирования. Данная политика заключается в приобретении государственных и корпоративных ценных бумаг в различных странах мира. Обычно эти организации называют просто фондами (funds). Среди наиболее известных фондов выделяют фонд "Quantum", входящий в "империю" Джорджа Сороса. К этой же группе участников финансового рынка относят финансовые организации, являющиеся структурными подразделениями транснациональных корпораций – Дженерал моторе, Форд моторе, Кока-кола, Джонсон энд Джонсон, Бритиш петролеум, Суми-томо, Мицубиси, Даймлер Бенц и т.п. Здесь необходимо отметить существование двух основных групп фондов – пенсионных и хедж-фондов. Пенсионные фонды основной своей задачей ставят сохранение вложенных в них средств, а получение прибыли отходит на второй план. Управляющие подобными фондами получают вознаграждение как процент от активов. Отсюда становится понятным, что пенсионные фонды редко осуществляют рискованные спекулятивные операции, поэтому их правильнее рассматривать как стратегических инвесторов. В противоположной им стратегии работают хедж-фонды, ярким представителем которых является фонд "Quantum". Управляющие хедж-фондов

---

<sup>187</sup> Бабашкина А. М. Государственное регулирование национальной экономики: Учеб. пособие. – М.: Финансы и статистика, 2003. – с.353.

получают вознаграждение в виде процентов от прибыли, отсюда появляется стремление хедж-фондов заработать на любой, даже самой рискованной операции. По этой причине в их деятельности преобладают спекулятивные операции.

Исторически пенсионные фонды были созданы раньше хеджевых (в 30-е годы нашего столетия по сравнению с 60-ми соответственно) и на сегодня суммарные их активы значительно больше. Однако снижение доходности классических инструментов инвестирования (государственные ценные бумаги и акции) провоцирует все большее число инвесторов вкладывать свои средства в хедж-фонды, несмотря на более высокий риск данных инвестиций.

Отнесение страховых компаний к стратегическим или к спекулятивным инвесторам зависит от принятой в них системы стимулирования оплаты труда менеджмента.

В настоящий момент активная спекулятивная деятельность хедж-фондов является главным источником нестабильности финансовых рынков. Зачастую только одни слухи о том, что какой-то крупный хедж-фонд начал проводить широкомасштабные операции на рынке некоторого товара, способны сильно "качнуть" рынок в ту или иную сторону<sup>188</sup>.

На основании изложенного выше можно заключить, что все сегменты финансового рынка между собой взаимосвязаны, изменение цен, влекущее изменение доходности активов на одних сегментах, так или иначе, отражается на ценах активов на других сегментах финансового рынка.

---

<sup>188</sup> Найман Э. -Л. Малая Энциклопедия Трейдера –К . ВИРА-Р Альфа Капитал, 1999. –236 с..ил. 134 – Библиогр -с. 221

## **Глава 3. Оценка текущего состояния конкуренции на финансовых рынках Узбекистана.**

### **3.1. Оценка состояния конкуренции и взаимосвязи между сегментами финансового рынка**

Целью оценки состояния конкуренции на финансовом рынке Узбекистана является выявление уровня конкурентоспособности как самого этого рынка на международном финансовом рынке, так и по отношению к другим сегментам рынка Узбекистана, а также определение уровня конкуренции между сегментами данного рынка и внутри них.

При этом необходимо уточнить критерии оценки конкурентоспособности финансового рынка. По мнению индийских ученых Сурбхи Жайн и Бханумурти Н.Р., типичный конкурентоспособный финансовый рынок имеет следующие характеристики:

- должно быть, большое количество покупателей и продавцов финансового продукта;
- стоимость продукта определяется рыночными силами спроса и предложения;
- должен быть, вторичный рынок финансовых инструментов;
- оборот финансовых инструментов и на первичном, и на вторичном рынках должен быть достаточно большим;
- агентства, участвующие в процессе посредничества между покупателями и продавцами должны предоставлять посреднические услуги по минимальной ставке<sup>189</sup>.

С данными критерия согласны или на них ссылаются многие зарубежные экономисты. Поэтому представляется целесообразным рассмотреть состояние конкуренции на финансовом рынке Узбекистана именно с этих позиций.

Из данных таблицы 3.1 видно, что в Узбекистане развитие сегментов

---

<sup>189</sup> Surbhi Jain and N.R. Bhanumurthy. Financial Markets and Integration in India // Asia-Pacific Development Journal, Vol. 12, No. 2, December 2005 (IF: 0.10).

финансового рынка осуществляется неравномерно. Наибольший объем операций приходится на кредитный рынок (220 320млрд. сум в 2019 году), в то время как объем страховых премий страховых организаций составил 2138,8млрд. сум. Данные по совокупному обороту рынка ценных бумаг изучались и публиковались Центром по координации и развитию рынка ценных бумаг, созданное Агентство по развитию рынка капиталов состояние рынка не анализирует и не публикует. Однако согласно данным Центрального депозитария в 2019 году было зарегистрировано новых выпусков акций на сумму 39770,4млрд. сум.

**Таблица 3.1 – Общий объем операций в разрезе основных сегментов финансового рынка (млрд. сум)**

<b>Сегменты финансового рынка</b>	<b>2015г.</b>	<b>2016г.</b>	<b>2017г.</b>	<b>2019г.</b>
<b>Кредитный рынок</b>				
Остатки кредитных вложений коммерческих банков, микрокредитных организаций и ломбардов по состоянию на конец года	42 800,0	52 749,4	110 765,3	212 524
<i>В т.ч. остатки кредитных вложений коммерческих банков</i>	42 684,0	52 610,5	110 572,1	211 581
Объем лизинговых сделок, заключенных коммерческими банками	183,0	342,3	589,8	*66,4
Объем лизинговых сделок, заключенных лизинговыми компаниями	668,2	630,8	963,8	*1 122,5
Объем лизинговых сделок всего	851,2	973,1	1553,6	2 796
<b>Всего по кредитному рынку</b>	<b>43 651,2</b>	<b>53 722,5</b>	<b>111 838,9</b>	<b>220 320</b>
<b>Страховой рынок:</b>				
объем страховых премий	515,7	692,6	927,5	2138,8
объем страховых выплат	111,0	130,5	270,0	808,6
<b>Рынок ценных бумаг:</b>				
Совокупный оборот рынка акций и облигаций, в т.ч.	3500,7	14 460,1	22 247,6	**
<i>Организованный рынок</i>	162,7	311,7	302,5	440,8
<i>Неорганизованный рынок</i>	3 338,0	14 148,4	21 945,1	**
Банковские сертификаты	703,4	1057,1	1100,2	**
<b>Всего по рынку ценных бумаг</b>	<b>4 204,1</b>	<b>15517,2</b>	<b>23347,8</b>	

\* Данные по состоянию на первое полугодие

\*\* Данные не опубликованы

Источник: Разработана авторами на основе данных Центрального банка, Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг, Министерства финансов Республики Узбекистан, <https://finance.uz/index.php/ru/fuz-menu-economy-ru/6758-v-2019-godu-ob-em-lizingovykh-sdelok-dostig-svyshe-2-trln-sumov>

На самом кредитном рынке основная часть осуществленных в 2019 году операций приходится на кредиты коммерческих банков, 211 581 млрд. сум или более 96 % процентов. На лизинговые операции приходится около 1,3 % операций, а доля кредитов небанковских кредитных организаций составляет чуть более 2,7 %. В течении 2015-2019 годов происходил наибольший рост кредитных и лизинговых операций.

Страховой рынок в течении 2015-2019 годов характеризуется стабильными темпами роста ежегодно. Особенно высокими были темпы прироста в последние два анализируемых года.

Трудно дать однозначную характеристику развитию рынка ценных бумаг в исследуемом периоде. Хотя совокупный оборот данного рынка в 2017 году по сравнению с 2015 годом увеличился в 5,3 раза, основной объем сделок приходится на первичный рынок ценных бумаг (в 2017 году – 85%), при этом подавляющая часть операций осуществлялась на неорганизованном рынке. Объем сделок на организованном рынке в 2015 году составил 162,7млрд. сум, в 2016 году он вырос до 311,7 млрд. сум, в 2017 году снизился до 302,5 млрд. сум, а в 2019 году составил 440,8 млрд. сум.

С позиции оценки конкуренции на финансовых рынках важно рассмотреть не только объемы операций и сделок, осуществленных на этих рынках, но и сравнить размеры сформированных активов собственного капитала финансовых институтов. Поэтому представляется целесообразным рассмотреть соотношение этих показателей в разрезе коммерческих банков (основных участников кредитного рынка республики) и страховых компаний.

**Таблица 3.2 – Общий размер активов и собственного капитала финансовых институтов по сегментам финансового рынка (на конец года, млрд. сум)**

Сегменты финансового рынка	2016	2017	2019
----------------------------	------	------	------

<b>Кредитный рынок (банки):</b>			
совокупный размер активов коммерческих банков	84 075	166 632	272 727
Кредитные вложения, всего	52 611	110 572	211 581
Совокупный капитал	9 007	23 725	51 031
совокупный размер уставных капиталов банков	5 831	19 356	41 877
<b>Страховой рынок:</b>			
совокупный размер активов	1 185,3	1 303,8*	**
размер собственных средств страховщиков	654,5	785,4*	**
совокупный размер уставных капиталов всех страховщиков	248,3	321,6	800

\* рассчитано авторами по данным страховых организаций.

\*\* данные отсутствуют

Источник: Разработана авторами на основе данных Центрального банка, Центра координации и развития рынка ценных бумаг, Госкомстата Республики Узбекистан, [https://www.norma.uz/novoe\\_v\\_zakonodatelstve/sovokupnyy\\_ustavnyy\\_kapital\\_strahovshchikov\\_vyrastet\\_v\\_24\\_raza](https://www.norma.uz/novoe_v_zakonodatelstve/sovokupnyy_ustavnyy_kapital_strahovshchikov_vyrastet_v_24_raza)

Данные таблицы 3.2 показывают, что совокупный размер активов коммерческих банков на конец 2019 года по сравнению с аналогичным периодом 2016 года вырос с 84 075 млрд. сум до 272 727 млрд. сум.

Если сравнивать потенциал коммерческих банков и страховых организаций, то, согласно законодательству республики, коммерческие банки могут формировать активы в десятикратном размере от величины их собственного капитала. Другими словами, имея собственный капитал на сумму в 51 031 млрд. сум, они могут формировать активы в размере более 510 310 млрд. сум. В то время как страховые компании в своей деятельности больше должны рассчитывать на собственный капитал для поддержания своей ликвидности, платежеспособности и финансовой устойчивости.

В целях оценки уровня развитости самого большого сегмента финансового рынка, уместно рассмотреть структуру кредитного рынка, проанализировав количество кредитных организаций, осуществляющих свою деятельность в Узбекистане.

**Таблица 3.3 – Количество кредитных организаций Узбекистана и их подразделений**

<b>Кредитные организации и их подразделения</b>	<b>01.02. 2017 г.</b>	<b>01.02. 2018 г.</b>	<b>01.01. 2020 г.</b>
---	---------------------------	---------------------------	---------------------------

1. Зарегистрировано кредитных организаций Центральным банком, всего	103	104	147
в том числе:			
- Коммерческие банки, в т.ч.:	27	28	30
<i>Банки с участием государственной доли</i>	10	11	13
<i>Другие банки</i>	17	17	17
- Небанковские кредитные организации, в т.ч.:	76	76	117
<i>Микрокредитные организации</i>	29	30	56
<i>Ломбарды</i>	47	46	61
2. Филиалы коммерческих банков, всего**	855	862	850
3. Офис банковских услуг (в том числе мини-банки)	999	996	1050

\* Филиалов небанковских кредитных организаций не имеется.

\*\* Филиалов коммерческих банков за рубежом не имеется.

Источник: Разработана авторами на основе данных Центрального банка и Госкомстата Республики Узбекистан

Данные таблицы 3.3 показывают, что, при кажущемся обилии кредитных организаций и подразделений банков, общее число зарегистрированных кредитных организаций Центральным банком на конец 2019 года составило 147 единицы против 103 единиц на конец 2016 года. Из них, коммерческих банков 30, небанковских кредитных организаций – 117, из которых 56 – микрокредитные организации, 61 – ломбарды.

Количество филиалов коммерческих банков на конец 2019 года составило 850 единицы, офисов банковских услуг (в том числе мини-банки) – 1050 единиц.

Вместе с тем, исследования показали, что банковский сектор, будучи более развитым по сравнению с другими секторами финансового рынка Узбекистана, все же остается недостаточно развитым с уровнем развития данного сектора в других странах мира.

Из данных таблицы 3.4 видно, что на 1 млн. населения в Узбекистане приходится менее 1 банка. По количеству банков сильно отстает от развитых стран и стран постсоветского пространства и имеет показатели на уровне стран Африки. По количеству филиалов на 1 млн. населения Узбекистан опережает только Польшу и немного Кыргызстан. Примечателен тот факт, что в течение последних 20 лет, несмотря на появление новых коммерческих банков, общее

количество функционирующих банков не превышает 30.

Следует отметить, что рост количества филиалов банков в настоящее время является актуальным для развивающихся и догоняющих стран. В развитых странах в результате внедрения он-лайн технологий наблюдается обратный процесс. В частности, банки США и Великобритании закрывают отделения, предлагая для клиентов такие финансовые технологии как доступ к счету при помощи селфи, моментальная проверка при выдаче кредита и разнообразные операции при помощи телефона и мобильных приложений: от оплаты проезда в метро до покупки валюты на сотни миллионов долларов. По мнению экспертов для банков технологии – это возможность сократить расходы<sup>190</sup>.

**Таблица 3.4 – Сравнительные данные по количеству банковских организаций в различных странах мира**

Страна	Кол-во банков	Кол-во филиалов	Кол-во банков на 1 млн. человек населения	Кол-во филиалов на 1 млн. человек населения
США	5256	91851	16,1	282,0
Германия	743	8000	8,9	96,0
Россия	530	29354	3,6	199,8
Казахстан	34	2375	1,9	130,5
Кыргызстан	25	318	4,2	53,0
Беларусь	25	718	2,6	75,6
Азербайджан	32	758	3,4	79,8
Армения	17	538	5,7	179,3
Польша	700	1300	18,1	33,6
Чехия	45	2046	4,2	193,0
Болгария	27	760	3,9	108,6
Узбекистан	30	1900*	0,9	56,0
Греция	37	2100	3,4	192,7
Латвия	27	**	1,4	-
Литва	15	**	5,3	-
Зимбабве	13	**	0,8	-
Мадагаскар	11	**	0,4	-

<sup>190</sup> Технологии берут на себя рутинную работу, а клиенты предпочитают онлайн-обслуживание // <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/04/24/687027-banki-ssha-velikobritanii>



Эфиопия	19	**	2,1	-
Сомали	6	**	0,5	-
Марокко	19	**	0,6	-
Куба	18	**	1,6	-
Афганистан	15	**	0,5	-

\* Общее количество филиалов и мини-банков.

\*\* Филиалы отсутствуют или нет данных

Источник: Составлена авторами по данным [wikipedia.org/wiki](http://wikipedia.org/wiki), [myfin.by/stati/view](http://myfin.by/stati/view), [http://sasconcierge.com/sas\\_services/useful](http://sasconcierge.com/sas_services/useful), <https://finansist.uz/list-of-all-branches-of-banks-of-uzbekistan>, <http://www.profbanking.com/did-you-know-that> и др. интернет сайтов

С 2009 г. Bank of America (BoFA; второй по активам банк США) закрыл почти 1500 из 6200 отделений, но полностью отказываться от них не намерен, хотя отделения и изменяют формат. В 2017 году BoFA открыл три полностью автоматизированных отделения – два в Денвере и одно в Миннеаполисе. В его планах открыть еще 25 отделений, в которых не будет сотрудников. Если клиенту нужна консультация – например, по пенсионному плану или открытию малого бизнеса, – то к его услугам видеоконференция со специалистом.

Многие десятилетия рост числа отделений был синонимом развития розничного бизнеса для банков США, но в последние годы все изменилось. По данным Федеральной корпорации по страхованию депозитов США (FDIC), с 2008 г. в США стало на 1000 банковских отделений меньше. National Community Reinvestment Coalition приводит еще более радикальную статистику. По ее данным, в 2008–2016 гг. банки США закрыли 6000 отделений.

JPMorgan Chase с 2013 г. закрыл 400 отделений и меняет формат оставшихся. «Мы стараемся сделать отделения привлекательными, современными и красивыми, чтобы люди, заходя в них, чувствовали себя успешными», – отмечает начальник отдела розничных операций и управления средствами богатых клиентов JPMorgan Chase Эрин Хилл.

У Citi с 2009 г. число отделений сократилось с 1049 до 756 (данные

FDIC), по этому показателю он не входит даже в первые 15 банков США<sup>191</sup>.

Хотелось бы обратить внимание, что в этих странах идет процесс сокращения количества филиалов, но не самих банков. В Узбекистане он-лайн услуги, оказываемые банками также растут и развиваются. По мере развития информационных технологий и улучшения качества интернет коммуникаций, потребность в дополнительных филиалах коммерческих банков снизится.

Оценка состояния взаимосвязи и взаимозависимости сегментов финансового рынка Узбекистана показала, что изменения банковской процентной ставки не оказывало никакого влияния на динамику цен валютного рынка и рынка ценных бумаг. В частности, в ходе общения со специалистами фондового рынка было установлено, что повышение ставки рефинансирования Центрального банка республики с 9 % до 14 % годовых в 2017 году не повлияло на стоимость ценных бумаг. В развитых странах одним шагом изменения банковской процентной ставки является 0,25 %. Даже изменение ставки в этих пределах приводит ажиотажу или панике на фондовых биржах этих стран. В Узбекистане ставка рефинансирования повысилась на 20 шагов сразу, но фондовый рынок на это событие не отреагировал. Причиной тому является не столько сама неразвитость фондового рынка, сколько отсутствие рыночных (финансово-кредитных) механизмов управления экономикой.

Что касается, динамики цен валютного рынка, то дать однозначное заключение о влиянии на курсы валют изменения ставки рефинансирования не представляется возможным по следующим причинам. С одной стороны, согласно рыночной закономерности, повышение банковской ставки должно было вызвать повышение курса национальной валюты. Однако на практике был повышен официальный курс иностранных валют к суму до уровня курса «черного» рынка. С другой стороны, действия по повышению банковской ставки и курсов иностранных валют сопровождалось открытием свободной конвертации в республике.

---

<sup>191</sup> Технологии берут на себя рутинную работу, а клиенты предпочитают онлайн-обслуживание // <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/04/24/687027-banki-ssha-velikobritanii>

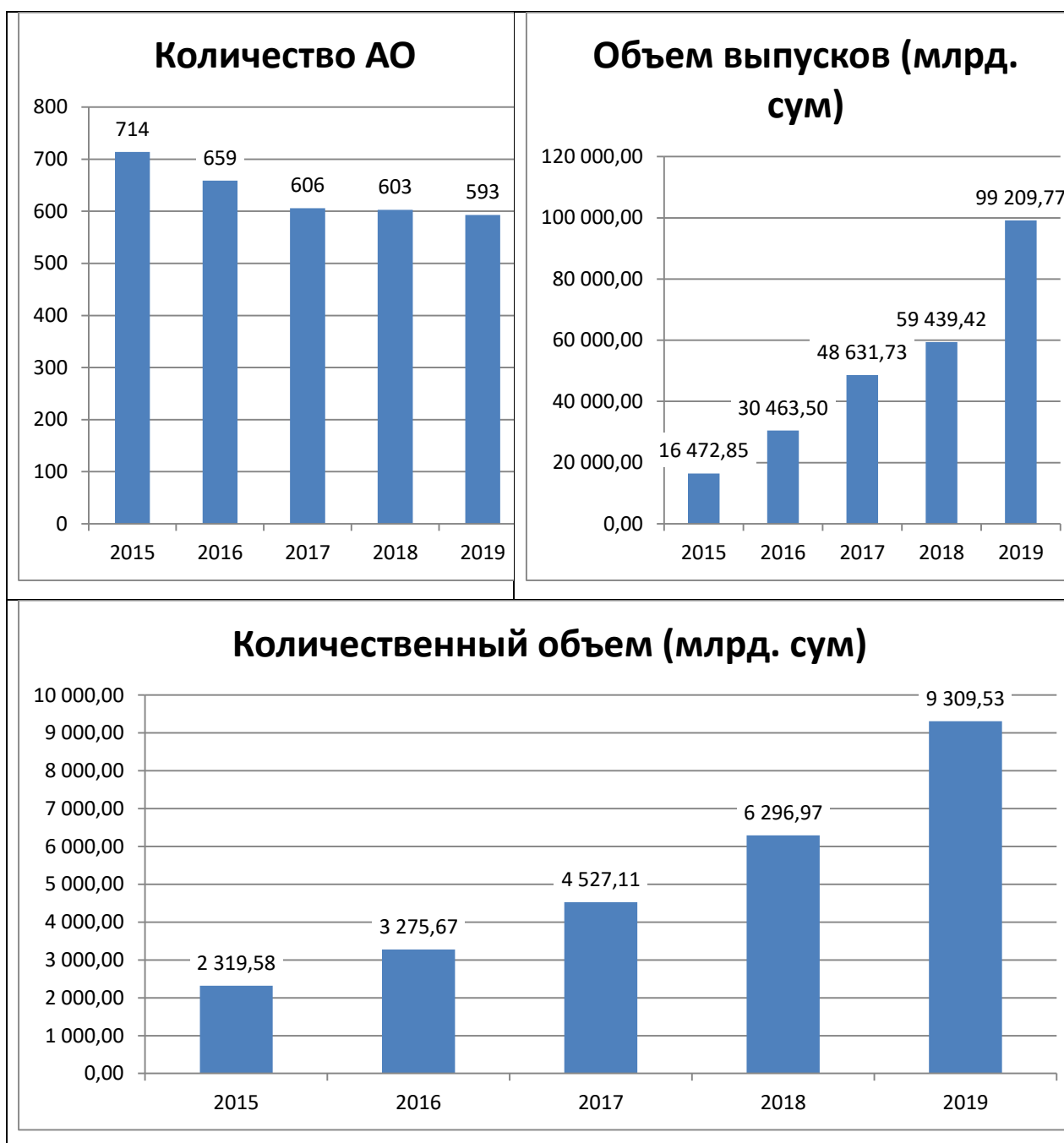
С позиции рыночной экономики официальный курс валют должен быть на уровне рыночного курса (варьировать вокруг него с небольшим отклонением), который определяется исходя из среднего сложившегося спроса и предложения. При сильном завышении курса национальной валюты возникает почва для возникновения «черного» рынка. В этих условиях величина рыночного курса всегда находится между официальным курсом и курсом «черного» рынка.

Если исходить из этой теоретической посылки, то установление официального курса с открытием свободной конвертации на уровне курса «черного» рынка означает, что официальный курс национальной валюты был занижен по отношению к рыночному. Первым явным подтверждением этому обычно является снижение курса «черного» рынка по отношению к курсам обменных пунктов и официальному курсу. Другим подтверждением служит снижение официального курса иностранных валют на очередных торгах. Оба эти фактора наблюдались в Узбекистане в первые месяцы после открытия свободной конвертации, что свидетельствуют о том, что официальный курс был установлен с заниженным запасом.

## **3.2. Оценка конкуренции внутри сегментов финансового рынка**

### **3.2.1. Анализ состояния конкуренции на рынке ценных бумаг**

В предыдущем разделе были определены признаки, по которым необходимо осуществить сегментацию фондового рынка для оценки конкуренции и выявления доминирующего положения отдельных его участников. Вместе с тем, анализ состояния конкуренции между сегментами финансового рынка показал, что в нынешнем состоянии рынок ценных бумаг не является конкурентоспособным по отношению к кредитному рынку.



**Рисунок 3.1 – Основные показатели рынка ценных бумаг**

Источник: Разработан авторами по данным сайта <http://openinfo.uz/>, данным отчетов ГП «Центральный депозитарий ценных бумаг»

Поэтому представляется целесообразным осуществить сегментацию фондового рынка по определенным ранее признакам, с выявлением факторов, обусловивших низкий уровень развития данного рынка, и на основе анализа разработать конкретные предложения по дальнейшему развитию фондового

рынка путем расширения конкуренции на нем.

Исследования необходимо начать с оценки потенциала рынка ценных бумаг. Как видно из рисунка 3.1, несмотря на уменьшение количества акционерных обществ, являющихся основными эмитентами эмиссионных ценных бумаг в Узбекистане, с 714 единиц в 2015 году до 593 обществ на конец 2019 года, общий объем выпусков акций по номинальной стоимости увеличился в указанный период с 16 472,85 млрд. сум до 99 209,77 млрд. сум или более чем шесть раз. Количество выпущенных акций увеличилось с 2 319,58 млрд. единиц в 2015 году до 9 309,53 млрд. единиц в 2019 году.

Следовательно, потенциал у данного рынка большой, но он практически не реализуется. Причиной тому является низкая оборачиваемость ценных бумаг. Из данных таблицы 3.5 видно, что большая часть сделок осуществлялась на первичном неорганизованном рынке.

**Таблица 3.5 – Объем операций рынка ценных бумаг по основным сегментам**

Виды рынков	2015 год		2016 год		2017 год		2019 год	
	Объем (млрд. сум)	Уд. вес, %	Объем (млрд. сум)	Уд. вес, %	Объем (млрд. сум)	Уд. вес, %	Объем (млрд. сум)	Уд. вес, %
Первичный рынок	3242,2	92,42	13183,8	91,17	18789,7	84,46	39770,4	
Вторичный рынок	266,1	7,58	1276,3	8,83	3458,0	15,54	*	
Всего	3508,3	100	14460,1	100	22247,6	100	*	

\* данные за 2018-2019 не публиковались

Источник: Разработан авторами на основе данных фондового рынка

Низкий оборот акций на фондовом рынке обусловлен большой государственной долей в АО. По состоянию на 01.01.2020 года доля государства в уставных фондах в 257 АО составляет 74 559,2 млрд. сум (в том числе в Центральном депозитарии учитывается доля государства, 238 АО на сумму 74 519,5 млрд. сум). Акционерами являются органы государственного

управления, органы государственной власти на местах, государственные унитарные предприятия и государственные учреждения, Центральный банк Республики Узбекистан, Фонд реконструкции и развития.

За 2019 год количество АО с долей государства в уставном фонде увеличилось на 62 единицы, а доля государства увеличилась на 27 187,4 млрд. сум. Объем активов доли органов хозяйственного управления в уставных фондах 205 АО составляет 5 935,2 млрд. сум. В течении 2019 года объем активов органов хозяйственного управления увеличился на 90,3 млрд. сум, с одновременным уменьшением количества АО на 74 единицы<sup>192</sup>. Другими словами акции 462 АО на общую суммы в 80 494,4 млрд. сум (или 81,1 % от общей суммы выпущенных акций) обездвижены.

Одной из причин сокращения АО в республике являются чрезмерные требования к организации их деятельности (размер уставного капитала, раскрытие информации, обязательное аудиторское заключение, насаждение Кодекса корпоративного управления и т.д.), что делает эту организационно-правовую форму не выгодной для осуществления бизнеса.

Анализ объемов торгов ценными бумагами в разрезе видов рынков (первичный и вторичный) показывает, что в анализируемом периоде наблюдается значительный рост продаж как на первичном, так и на вторичном рынках. При этом, объем торгов на вторичном рынке увеличивался с более высокими темпами, чем объем торгов на первичном рынке. Вследствие этого доля вторичного рынка в общем объеме торгов повысилась с 7,58 % в 2015 году до 15,54 % в 2017 году (табл. 3.6).

Вместе с тем, низкий удельный вес торгов на вторичном рынке свидетельствует о том, что ценные бумаги в основном приобретаются инвесторами, которые не заинтересованы в их перепродаже.

### **Таблица 3.6 – Емкость сегментов рынка ценных бумаг**

---

<sup>192</sup> Итоги деятельности Государственного предприятия «Центральный депозитарий ценных бумаг» за 2019 г.

Виды рынков	2015 год	2016 год	2017 год	2019 год*
Всего	100	100	100	100
Неорганизованный рынок	95,15	97,84	98,64	98,23
Организованный рынок	4,85	2,16	1,36	1,77
В т.ч.				
РФБ «Тошкент»	4,59	2,08	1,34	1,72
ЭСВТ «Элсис-савдо»	0,26	0,08	0,02	0,05

\* по количеству реализованных ценных бумаг

Источник: Разработан авторами на основе данных фондового рынка

В качестве другой причины сдерживающей обращаемость ценных бумаг, можно предположить низкий уровень организации торгов ценными бумагами. Особенно неэффективным в этом плане представляется организованный рынок. Из данных таблицы 3.6 видно, что подавляющая часть сделок с ценными бумагами осуществляется на неорганизованном рынке, доля которого за период с 2015 года по 2019 год выросла с 95,15 % до 98,23 %. Из этого можно заключить, что в республике не организована на должном уровне деятельность организованного рынка ценных бумаг, осуществление сделок на них экономически менее выгодно, чем на неорганизованном рынке. Поэтому представляется целесообразным разработать новый механизм осуществления сделок на рынке ценных бумаг, делающий осуществление операций на организованном рынке более выгодными.

По итогам 2019 года объем биржевых сделок на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» достиг – 438,82млрд. сум, количество АО, ценные бумаги которых обращались на бирже составляет 99 и последние три года не менялось. Количество заключенных сделок на РФБ «Тошкент» составило 32 816сделки (в 2016г. – 3080 сделки). Всего за отчетный период реализовано 8,11 млрд. штук ценных бумаг (табл.3.7).

**Таблица 3.7 – Анализ показателей биржевого оборота РФБ**

**«Тошкент»<sup>193</sup>**

Показатели	2016г.	2017г.	2019г.
Количество АО, ценные бумаги которых обращались на бирже	141	99	99
Количество сделок, шт.	3080	2572	32 816
Количество ценных бумаг, млрд. штук	0,69	1,55	8,11
Сумма сделок, млрд. сум	299,8	298,6	438,82

Источник: Разработан авторами на основе данных РФБ «Тошкент»

На рынке акций в «Main Board» в 2019 году было совершено 30 512 сделок на сумму 250,77 млрд. сум, на рынке акций в «Nego Board» – 26 сделок на сумму 133,67 млрд. сум, на рынке облигаций в «Main Board» – 126 сделок на сумму 38,57 млрд. сум. Также было совершено 2152 сделки на сумму 15,81 млрд. сум в результате SPO АО «Кварц».

Несмотря на тенденцию значительного уменьшения объемов сделок с ценными бумагами банков в последнем квартале 2019 года, их оборот в отраслевом разрезе по объему сделок в 2019 году составил 72,81% от общего объема, или 319,5 млрд. сум. Самыми ликвидными ценными бумагами в 2019 году стали ценные бумаги эмитентов строительной, промышленной и банковской сфер, составив 37,88%, 28,32% и 23,44%, от общего количества сделок или же 12 430 сделок, 9 294 сделки и 7 692 сделки соответственно<sup>194</sup>.

На ЭСВТ «Элсис-савдо» в 2017 году были заключены 306 сделок на общую сумму 3,47 млрд. сум, общее количество реализованных простых и привилегированных акций составило 2 176 263 единицы<sup>195</sup>. После смены руководителя этой организации, сведения об операциях на этом рынке перестали публиковаться.

**Таблица 3.8 – Объемы сделок с акциями на вторичном рынке по**

<sup>193</sup> «Ежемесячный информационный бюллетень АО РФБ «Тошкент». «Биржевое обозрение» по итогам 2016,2017 и 2019 годов// <https://www.uzse.uz/analytics>

<sup>194</sup> Интернет сайт: <https://www.uzse.uz/analytics>

<sup>195</sup> Интернет сайт: <http://www.elsavdo.uz/>



## инвесторам

Инвесторы	2015 год		2016 год		2017 год		2019 год	
	Объем (млрд. сум)	Уд. вес в %	Объем (млрд. сум)	Уд. вес в %	Объем (млрд. сум)	Уд. вес в %	Объем* (млрд. сум)	Уд. вес в %
Юрид. Лица	254,5	99,97	1 265,5	99,99	3 455,6	99,99	222,3	57,8
Физич. лица	0,07	0,03	0,174	0,01	0,39	0,01	162,1	42,2
Всего	254,6	100	1 265,6	100	3 455,9	100	384,2	100

Источник: Разработан авторами на основе данных РФБ «Тошкент»

Анализ объемов сделок с ценными бумагами на вторичном рынке по группам инвесторов, что основными покупателями ценных бумаг являются юридические лица, которые приобретали в 2016-2017 годах 99,99 % всех выставяемых на торги ценных бумаг. При росте абсолютных объемов приобретаемых физическими лицами ценных бумаг с 70,3 млн. сум в 2015 г. до 389,95 млн. сум в 2017 г., их доля в общем объеме сделок в указанный период сократилась с 0,03 % до 0,01 % (табл. 3.8). В 2019 году произошло кардинальное изменение ситуации на рынке: объем сделок юридических лиц опустился ниже уровня 2015 года, а объем сделок физических лиц увеличился по сравнению с 2015 годом более чем в 2 314 раза.

Причин таких изменений несколько. В частности, рост объемов сделок за период с 2015 по 2017 годы увеличился почти в 14 раз. Сделки осуществлялись по подписке на акции и размещались они среди юридических лиц. В 2019 году такие сделки не осуществлялись. При проведении SPO операций ценные бумаги размещались большей частью среди физических лиц.

Анализ деятельности РФБ «Тошкент» в территориальном разрезе показывает, что в 2019 году прошли сделки с ценными бумагами эмитентов из 11 регионов Республики. Так, наибольший объем транзакций пришелся на город Ташкент 65 % (с ценными бумагами 48 эмитентов было заключено 7829 сделок на сумму 275,64 млрд. сум). Далее следует Андижанская область – 8,8 %, где с ценными бумагами 5 эмитентов зафиксировано 2 526 сделок на сумму 37,36 млрд. сум; Ташкентская область – 8,1 % (с ценными бумагами 9 эмитентов было зафиксировано 3477 сделок на сумму 34,19 млрд. сум); Ферганская

область – 7,7 %, где с ценными бумагами 9 эмитентов было зафиксировано 9 879 сделок на сумму 32,55 млрд. сум (без учета SPO АО «Кварц»). С ценными бумаги двух эмитентов Навоинской области в 2019 году было заключено 6 334 сделки на сумму 15,7 млрд. сум. Одна крупная сделка прошла с ценными бумагами одного эмитента Наманганского региона – на 22,58 млрд. сум. В остальных областях в 2019 году сделки прошли на сумму менее чем 2 млрд. сум в каждом регионе и на долю каждого пришлось менее 1 % общего биржевого оборота (табл.3.9).

Вместе с тем следует отметить, что в 2019 году в Республике Каракалпакстан, Сурхандарьинской области и Джизакской области сделок не осуществлялось.

**Таблица 3.9 – Операции РФБ «Тошкент» с ценными бумагами в 2019 году по регионам Республики Узбекистан**

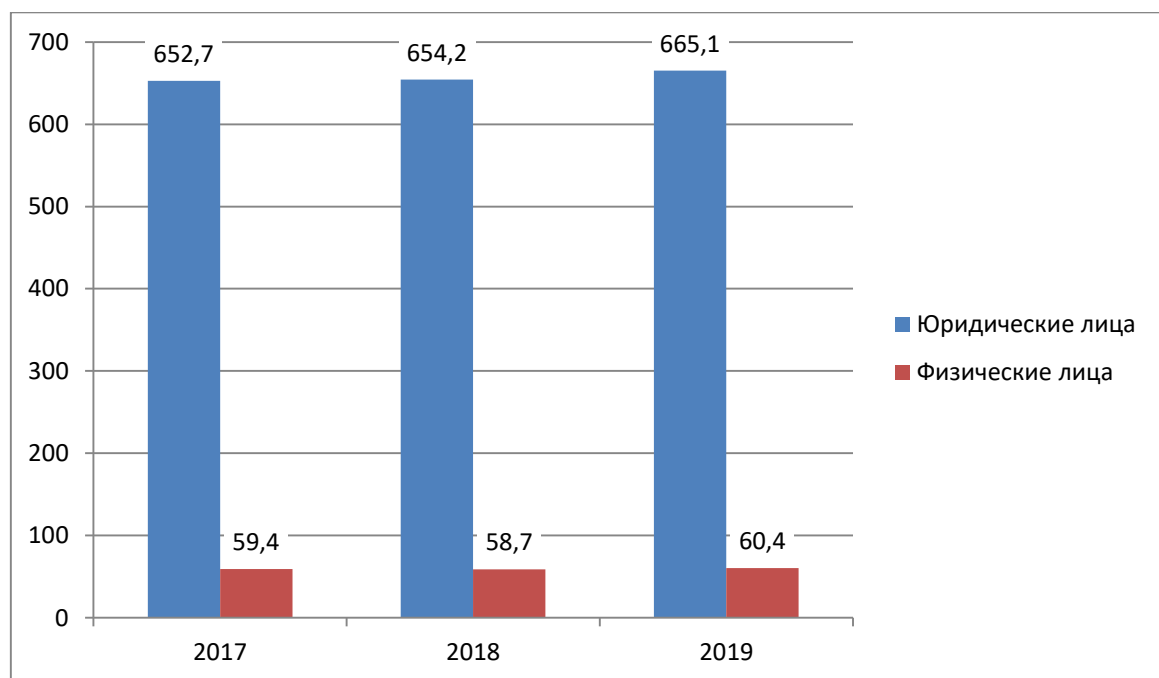
№	Наименование регионов	Количество сделок, шт.	Общая сумма сделок, млрд. сум	Уд. вес в %	
				кол-ва сделок	суммы сделок
1.	Андижанская область	2 526	37,356	8	8,8
2.	Бухарская область	344	1,974	1	0,5
3.	г. Ташкент	7 829	275,64	26	65,0
4.	Джизакская область	0	0	0	0,0
5.	Республика Каракалпакстан	0	0	0	0,0
6.	Кашкадарьинская область	187	0,079	1	0,0
7.	Навоийская область	6 334	15,699	21	3,7
8.	Наманганская область	1	22,576	0	5,3
9.	Самаркандская область	20	0,671	0	0,2
10.	Сурхандарьинская область	0	0	0	0,0
11.	Сырдарьинская область	20	1,222	0	0,3
12.	Ташкентская область	3 477	34,187	11	8,1
13.	Ферганская область	9 879	32,554	32	7,7
14.	Хорезмская область	43	1,974	0	0,5

Итого	30 660	423,93	100	100,0
-------	--------	--------	-----	-------

Источник: [www.uzse.uz/analytics](http://www.uzse.uz/analytics)

Центральный депозитарий ценных бумаг по состоянию на 01.01.2020г. осуществлял учет прав на ценные бумаги, принадлежащие 43 инвестиционным посредникам и его клиентам, путем ведения их счетов. Количество депонентов, клиентов инвестиционных посредников имеющих не нулевые остатки на счете депо по состоянию на 01.01.2020 г. составляют 725,5 тысяч счетов, в т.ч. 60,4 тысяч или 8,3 % юридических лиц и 665,1 тысяч или 91,7% (рис. 3.2). В анализируемом периоде наблюдается незначительный рост количества счетов депо как юридических, так и физических лиц<sup>196</sup>.

По сравнению с аналогичным периодом прошлого года, количество депонентов увеличилось на 1,8%. (На 01.01.2019 года – 712,8 тысяч депонентов, в том числе 58,7 тыс. юридических лиц и 654,2 тыс. физических лиц, от общего числа депонентов.



**Рисунок 3.2 – Сопоставительная диаграмма количества счетов депо, обслуживаемых инвестиционными посредниками**

<sup>196</sup> Отчет Государственного предприятия «Центральный депозитарий ценных бумаг» по итогам деятельности за 2017-2019 годы

### (номинальными держателями) (тыс. шт.)

Источник: Отчет Государственного предприятия «Центральный депозитарий ценных бумаг» по итогам деятельности за 2017-2019 годы

Низкий рост количества счетов депо, обслуживаемых инвестиционными посредниками, свидетельствует о следующем:

1. Снижается привлекательность рынка ценных бумаг для мелких инвесторов, что обусловлено несколькими факторами:

относительная доходность акций компаний снижается ввиду различных дополнительных расходов, возникших с принятием кодекса корпоративного управления;

неопределенность в деятельности акционерных обществ вследствие осуществления противоречивой политики по их развитию, сокращение их количества;

ужесточение требований и контроля при отсутствии эффективных механизмов развития акционерных обществ;

повышение ставки рефинансирования Центрального банка увеличила доходность инвестирования на альтернативном рынке вложения капитала.

2. Акции компаний концентрируются в руках определенной группы инвесторов, что свидетельствует о том, что в стране происходит процесс первоначального накопления капитала, который является необходимым условием дальнейшего развития рыночных отношений.



### **Рисунок 3.3 – Сопоставительная диаграмма объемов ценных бумаг, учитываемых инвестиционными посредниками (номинальными держателями)**

Источник: Отчет Государственного предприятия «Центральный депозитарий ценных бумаг» по итогам деятельности за 2019 год

Подтверждением процесса концентрации капитала являются и данные об общем объеме учитываемых инвестиционными посредниками ценных бумаг, который на 01.01.2020 года по номинальной стоимости составил 5 728,7 млрд. сум, или 2 381,6 млрд. штук ценных бумаг (рис. 3.3). При этом показатель объема ценных бумаг, обслуживаемых инвестиционными посредниками в течение 2019 года увеличился на 889,9 млрд. сум или на 18,4%.

Центральным депозитарием в течение отчетного периода зарегистрировано 124 внебиржевых сделок на 462,9 млрд. штук ценных бумаг. По зарегистрированным внебиржевым сделкам осуществлено 279 переводов по счетам депо.

В целях оценки состояния конкуренции на фондовом рынке представляется целесообразным сопоставить объемы сделок с ценными бумагами с количеством профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющим свою деятельность в разрезе регионов республики.

По состоянию на 1 января 2018 года количество действующих лицензий на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг составило 130. По состоянию на 1 января 2020 года зарегистрировано действующих лицензий на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг выросло до 139.

По данным таблицы 3.10 может возникнуть ложное представление, что общее количество юридических лиц, имеющих лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг по состоянию на 01.02.2020 г. составляет 139 единиц. На самом деле, с учетом совмещения видов деятельности их количество составляет 78, а на 01,01.2018 года их было 77.

**Таблица 3.10 – Общее количество лицензированных профессиональных участников рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан**

Профессиональные участники	Действующие лицензии на 01.01.2018г.	Действующие лицензии на 01.02.2020г
Инвестиционный посредник	44	45
Инвестиционный консультант	45	46
Инвестиционные фонды	9	9
Доверительный управляющий инвестиционными активами	30	38
Организатор внебиржевых торгов ценными бумагами	2	1
Трансфер-агент	0	0
<b>Всего:</b>	<b>130</b>	139

Источник: Составлена авторами по данным сайта <http://openinfo.uz/>

Согласно «Положению о системе обязательных нормативов профессиональных участников рынка ценных бумаг, порядке совмещения и ограничения на совмещение профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг»<sup>197</sup>, допускается совмещение на рынке ценных бумаг профессиональной деятельности:

а) инвестиционного посредника с профессиональной деятельностью инвестиционного консультанта, доверительного управляющего инвестиционными активами;

б) инвестиционного консультанта с профессиональной деятельностью инвестиционного посредника, доверительного управляющего инвестиционными активами, трансфер-агента;

в) доверительного управляющего инвестиционными активами с профессиональной деятельностью инвестиционного посредника,

<sup>197</sup> Утверждено Приказом гендиректора ЦККФРЦБ от 09.01.2009 г. № 2009-02, зарегистрированным МЮ 05.02.2009 г. № 1895

инвестиционного консультанта, трансфер-агента;

г) трансфер-агента с профессиональной деятельностью инвестиционного консультанта, доверительного управляющего инвестиционными активами.

**Таблица 3.11 – Количество юридических лиц, осуществляющих посредническую деятельность по регионам Республики Узбекистан**

<b>№</b>	<b>Наименование регионов</b>	<b>Количество посредников</b>
1.	Андижанская область	7
2.	Бухарская область	2
3.	г. Ташкент и Ташкентская область	52
4.	Джизакская область	0
5.	Республика Каракалпакстан	1
6.	Кашкадарьинская область	2
7.	Навоийская область	1
8.	Наманганская область	4
9.	Самаркандская область	1
10.	Сурхандарьинская область	1
11.	Сырдарьинская область	1
12.	Ферганская область	3
13.	Хорезмская область	3
<b>Итого</b>		<b>78</b>

Источник: Составлена авторами по данным сайта <http://www.elsavdo.uz/>

Вместе с тем, хотя количество организаций, имеющих лицензию инвестиционного посредника в 2017 году было 44, фактически данный вид деятельности осуществляли только 39 организаций. Данные за 2019 год отсутствуют. Из зарегистрированных юридических лиц, осуществляющих посредническую деятельность 52 организации осуществляют свою деятельность в г. Ташкенте и Ташкентской области, в Андижанской области – 5, в Наманганской области – 4, в Ферганской и Хорезмской областях по 3 посредника, Кашкадарьинской и Бухарской областях по два посредника, в остальных регионах по одному инвестиционному посреднику. (табл. 3.11). В Джизакской области зарегистрированные инвестиционные посредники отсутствуют.

Наличие одного или двух финансовых посредников в отдельных регионах в соответствии с законодательством означает их доминирующее положение на рынке этих регионов, а, следовательно, требует принятия в отношении них

соответствующих мер. Однако, на самом деле, основной причиной отсутствия конкуренции является неразвитость самого рынка ценных бумаг, и, как следствие, отсутствие экономической целесообразности в создании новых или вхождения на эти рынки финансовых посредников из других регионов. Более подробно эти вопросы будут рассмотрены в следующем разделе данного исследования.

Центром по координации развитию рынка ценных бумаг определены следующие основные недостатки и нерешенные проблемы в сфере развития рынка ценных бумаг:

1. Высокая концентрация выпущенных в обращение акций в руках государства и органов хозяйственного управления в процентном отношении к уставным капиталам АО (до 100%). Практическое отсутствие дополнительного выпуска и публичного размещения акций, являющихся ресурсом для вторичного фондового рынка, из-за риска снижения размера долей государства и хозяйственных объединений в уставном капитале АО.

2. Значительное затягивание обществами выплаты дивидендов миноритарным акционерам в АО с государственной долей и АО с долей хозяйственных объединений из-за неправильной (неадекватной) дивидендной политики. При этом продолжается практика выплаты дивидендов в первую очередь крупным акционерам в лице государства (Министерство финансов) и хозяйственных объединений. Миноритарным акционерам дивиденды выплачиваются зачастую лишь после вмешательства уполномоченного государственного органа.

3. Несоответствие веб-сайта РФБ «Тошкент» требованиям Закона Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» и Положения «О корпоративных веб-сайтах акционерных обществ», утвержденного постановлением Кабинета Министров от 02.07.2014г. №176. Неоднократные требования привести веб-сайт в соответствие остаются неисполненными.

4. Невыполнение Центральным депозитарием ценных бумаг одной из его основных (с июня 2015 года) функций по самостоятельному присвоению в



качестве национального нумерующего агенства (ННА) международных кодов эмиссионным ценным бумагам, выпущенным резидентами Республики Узбекистан. Присвоение продолжает осуществлять ЗАО «Национальный расчетный депозитарий» (РФ).

5. Формальное и пренебрежительное отношение должностных лиц АО к вопросам своевременного, качественного и достоверного раскрытия информации о деятельности АО, отсутствие взаимосвязи между своевременностью, полнотой раскрытия информации о деятельности АО и выплатами вознаграждений членам исполнительного органа и наблюдательного совета АО.

6. Как показывает практика, представители государства в наблюдательных советах АО, как правило, формально выполняют возложенные на них функции. Из-за их зависимости от исполнительного органа АО в вопросе регулярной и полной выплаты вознаграждения за членство в наблюдательном совете, проблема с объективностью принятия решения в отношении руководства АО еще более усугубляется<sup>198</sup>.

В качестве задач и мер по устранению проблем и недостатков Центр по координации и развитию рынка предлагал:

1. Сохранение присутствия государства лишь в АО, имеющих стратегическое значение для экономики. Разработка механизма снижения доли государства и органов хозяйственного управления, в случае невозможности ее сохранения при размещении обществом дополнительных акций, что позволит привлечь значительные ресурсы (длинные деньги) в АО. В законопроекте «Об управлении государственным имуществом», внесенном в Олий Мажлис Республики Узбекистан предусмотрено несколько решений данной проблемы.

2. Внедрение в АО механизма, в соответствии с которым начисление и выплата дивидендов по акциям осуществляется на основании адекватной дивидендной политики исходя из реального финансово-экономического

---

<sup>198</sup> Данные годового отчета Центра по координации и контролю за рынком ценных бумаг при Госкомконкуренции Республики Узбекистан за 2017 год

состояния АО, с созданием за счет прибыли резерва по сомнительным долгам. При этом в качестве платежных агентов, исходя из международной практики и законодательства, рассмотреть задействие ЦД и номинальных держателей (инвестиционных посредников).

3. Пересмотр действующих Национальных стандартов оценки имущества с целью установления единого подхода оценки акций, принадлежащих государству и частному сектору.

4. Совершенствование веб-сайта РФБ «Тошкент» в части раскрытия информации эмитентами и владельцами акций, а также приведение его в соответствие с Положением «О корпоративных веб-сайтах акционерных обществ», утвержденным постановлением Кабинета Министров от 02.07.2014г. №176.

5. Самостоятельное присвоение международных кодов (ISIN/CFI) акциям акционерных обществ Центральным депозитарием ценных бумаг путем его вступления в Ассоциацию национальных нумерующих агентств (АННА) в качестве полноправного члена.

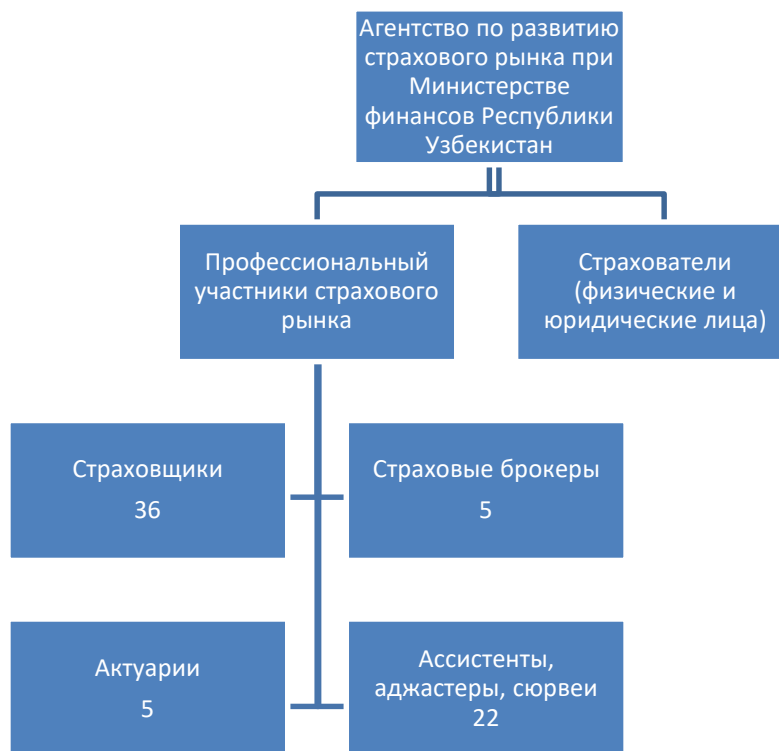
6. Организация повсеместной рекламной кампании со стороны РФБ «Тошкент», Центрального депозитария ценных бумаг и Информационно-ресурсного центра фондового рынка.

Однако, на наш взгляд, эти предложения не могут способствовать развитию рынка ценных бумаг в полной мере, т.к. направлены на улучшение только отдельных аспектов функционирования данного рынка или деятельности отдельных его участников.

### **3.2.2. Анализ состояния конкуренции на страховом рынке**

По итогам 2019 года на страховом рынке Республики Узбекистан действуют 36 страховщиков, из них 28 в общей страховой отрасли и 8 в сфере страхования жизни, а также 5 страховых брокеров, 5 актуарных организаций и

22 компании-ассистенты, аджастеры, сюрвеи<sup>199</sup> (см. рис. 3.4).



**Рисунок. 3.4 – Структура страхового рынка Республики Узбекистан**

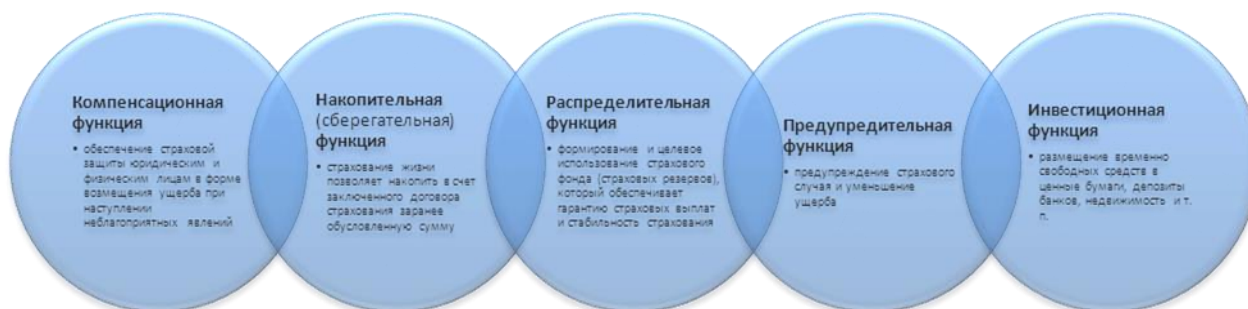
Источник: Составлен авторами

В законодательстве не существует ограничений по организационно-правовой форме страховых компаний. По итогам 2019 года 6 страховых компаний учреждены в форме акционерных обществ, подавляющая же часть отечественных страховых компаний учреждена в форме обществ с ограниченной ответственностью, одна компания является дочерней и одна компания национальной.

Необходимо отметить, что в Реестр действующих лицензий на право осуществления страховой деятельности страховщиков и страховых брокеров на 15.04.2019 г. не были включены 6 страховых компаний: Общество с ограниченной ответственностью страховая компания «ALSKOM-VITA», Общество с ограниченной ответственностью «APEX LIFE», Общество с ограниченной ответственностью «PERFECT INSURANCE», Страховая компания общество с ограниченной ответственностью «IMKON SUG'URTA»,

<sup>199</sup> Интернет сайт: <https://www.uzdaily.uz/ru/post/52007>

Общество с ограниченной ответственностью «OMAD SUG'URTA», Общество с ограниченной ответственностью страховая компания «MY-INSURANCE». Кроме того, из реестра был исключен страховой брокер «SB ALTAIR» ООО.



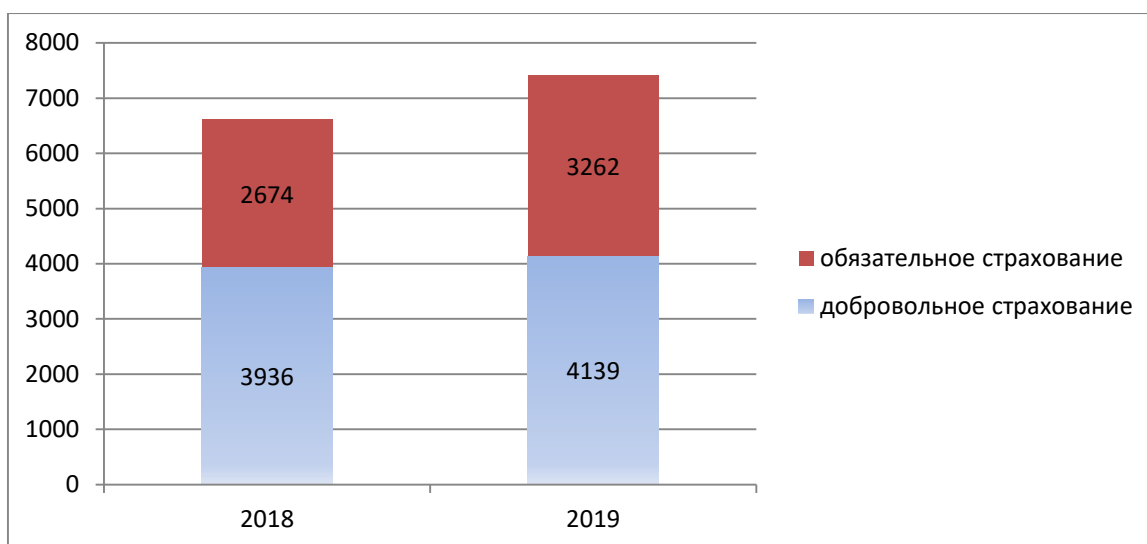
**Рисунок. 3.5 – Базовые функции страхового рынка**

Источник: Составлен авторами

Все страховые компании, работающие в отрасли общего страхования, практически являются универсальными страховыми компаниями, несмотря на то, что в их названии присутствует отраслевая направленность. Страховые компании в отрасли страхования жизни, в основном, работают с юридическими лицами, физическим лицам в большинстве случаев предлагается «зарплатное» страхование.

Сегодня страховой рынок выполняет ряд взаимосвязанных функций: компенсационную, накопительную, распределительную, предупредительную и инвестиционную (см. рис. 3.5).

Анализ деятельности страховых компаний республики показал следующее.



**Рисунок 3.6. – Количество заключенных договоров за 2018-2019 годы, тыс. ед.**

Источник: Составлен авторами на основе данных Министерства финансов Республики Узбекистан и Госкомстата Республики Узбекистан

Общее число заключенных договоров превысило 7 401 тыс. единиц, что, по сравнению с 2018 годом, составило 112,0 %. На рынке обязательного страхования заключено более 3 262 тыс. договоров (рост по сравнению с 2018 годом составил 122%), на рынке добровольного страхования – более 4 139 тыс. договоров (рост по сравнению с 2018 годом составил 105,2%) .

**Таблица 3.12. Сведения по договорам страхования по страховым компаниям за 2019 год**

№ п/п	Страховые компании	Количество договоров (шт.)	Удельный вес %
1	АО "Узагросугурта"	2 701 906	38
2	АО "Страховая компания Кафолат"	1 353 557	19
3	НКЭИС "Узбекинвест"	610 464	9
4	ООО "Gross Insurance"	477 043	7
5	ООО "Alfa Invest"	341 070	5
6	АО "Alskom"	300 568	4
7	АО "Universal Sug'urta"	211 812	3
8	ООО "Asia Inshurans"	183 744	3

9	ООО "Euroasia Insurance"	177 375	2
10	ООО "Xalq Sug'urta"	114 385	2
11	ООО "Kafil Sug'urta"	100 944	1
12	АО "Kapital Su'gurta"	82 708	1
13	МСК "Ishonch"	61 445	1
14	ООО "Agros Hayot"	60 576	1
15	ООО "Asko-Vostok"	52 612	1
16	Остальные компании	311 213	3
	ВСЕГО	7 141 422	100

Источник: Составлена авторами на основе данных Министерства финансов Республики Узбекистан и Госкомстата Республики Узбекистан

Безусловным лидером по сбору страховой премии остается АО «Узагросугурта» (38 % от всех заключенных договоров), что объясняется наличием у компании развернутой сети по реализации страховых полисов. Второй компанией по количеству заключенных договоров является АО "Страховая компания Кафолат" – 19 % рынка, далее идет НКЭИС "Узбекинвест" с долей в 9%.

Следует отметить, что на долю 15 страховых компаний республики в 2019 году пришлось 97 % от общего количества заключенных договоров. Разница по доле рынка между лидером и аутсайдером первой десятки по количеству заключенных договоров в 23,6 раза свидетельствует о высокой концентрации данного рынка. Подобная концентрация страхового рынка позволяет охарактеризовать его структуру как олигопольную – на долю первой пятерки лидеров приходится более половины (78 %) заключенных договоров.

**Таблица 3.13. Сведения по договорам страхования по регионам республики за 2019 год**

№ п/п	Регион	Количество договор (шт.)	Удельный вес, %
1	Республика Каракалпакстан	365955	5
2	Андижанская обл.	616049	9
3	Бухарская обл.	508974	7
4	Джизакская обл.	192625	3
5	Кашкадарьинская обл.	588541	8
6	Навоийская обл.	287472	4
7	Наманганская обл.	534680	7
8	Самаркандская обл.	600798	8
9	Сурхандарьинская обл.	454753	6
10	Сырдарьинская обл.	196123	3
11	Ташкентская обл.	577400	8
12	Ферганская обл.	724369	10
13	Хорезмская обл.	473268	7
14	г.Ташкент	1020415	14
	Итого по Республике	7 141 422	100

Источник: Составлена авторами на основе данных Министерства финансов Республики Узбекистан и Госкомстата Республики Узбекистан

Анализ количества заключенных договоров в региональном разрезе показал, что наибольшее количество договоров в 2019 году было заключено в г. Ташкенте - 577 400 договоров (14 % от общего количества), в Ферганской области заключено 724 369 договоров (10 % от общего количества), на долю Андижанской области приходится 9 % (616 049 договоров), на долю Самаркандской, Кашкадарьинской и Ташкентской областей приходится по 8 %, на долю Бухарской, Наманганской и Хорезмской областей приходится по 7 %. Минимальные значения доли в 3 % приходятся на Джизакскую и Сырдарьинскую области. С учетом численности населения и уровня развития инфраструктуры регионов, региональную структуру рынка страховых услуг можно считать конкурентной.

Страховая сумма в целом по республике в 2019 году была равна 690462,7 млрд. сум, что на 15,6 %, или на 93012,4 млрд. сум больше, если сравнить с

2018 годом. На долю добровольного страхования приходится 68,0 % (469250,7 млрд. сум), обязательного страхования – 32,0 % (221212,0 млрд. сум).

Поступление страховых премий в 2019 году составило 2138,8 млрд. сум, из них по добровольному страхованию – 1832,1 млрд. сум (85,7 % от общей суммы), по обязательному страхованию – 306,7 млрд. сум (14,3 %). Сумма страховых выплат составила 808,6 млрд. сум.

В составе отраслей общего страхования преобладали операции по страхованию имущества от огня и стихийных бедствий (346 186 сделки на сумму 168 648 190,2 млн. сум), по страхованию имущества от ущерба (394 010 сделки на 79 303 833,1 млн. сум). Активно осуществлялись операции по страхованию от несчастных случаев, авиационному страхованию, общегражданской ответственности, наземных транспортных средств.

Следует отметить, что страхование жизни, характерное для рыночной экономики, в Узбекистане практически не развито (20 769 сделок на сумму 647624,9 млн. сум).

Объем совокупной страховой премии, собранной страховщиками, получившими лицензию на осуществление страховой деятельности в отрасли страхования жизни, продолжает оставаться низким – 22,3 % от общего объема страховой премии. Наибольший объем операций приходится на ДСК «Узбекинвест Хаёт» и ООО «New Life Insurance». Это объясняется тем, что ДСК «Узбекинвест Хаёт» проводит обязательные виды страхования в сфере страховании жизни<sup>200</sup>.

**Таблица 3.14 Показатели деятельности страховых организаций Узбекистана за 2019 год (млн. сум)**

Наименование показателей	Количество заключенных договоров (ед.)	Страховая сумма	Поступления страховых премий	Страховые выплаты
ВСЕГО	7401287	690462673,6	2138771,6	808566,4

<sup>200</sup> Интернет сайт: <https://uzhayot.uz>



В том числе				
Добровольное страхование	4138895	469250707,5	1832120,6	719539,1
Отрасль страхования жизни	20769	647624,9	476575,3	522537,2
Отрасль общего страхования	4118126	468603082,6	1355545,3	197001,9
В том числе				
Страхование от несчастных случаев	2583476	35101642,2	46760,4	6592,2
Страхование на случай болезни	90864	22107504,4	32152,8	18902,7
Страхование наземных транспортных средств	144150	23061594,6	246666,3	33713,2
Страхование железнодорожного подвижного состава	1950	3148289,1	12610,1	2201,0
Авиационное страхование	20	32615988,3	31184,0	9135,2
Морское страхование	9	34597,4	742,2	-
Страхование имущества, находящегося в пути	34782	22904258,3	23812,1	2112,9
Страхование имущества от огня и стихийных бедствий	346186	168648190,2	343423,2	10026,5
Страхование имущества от ущерба	394010	79303833,1	130324,6	8323,7
Страхование автогражданской ответственности	41037	2257497,5	12981,5	139,6
Страхование ответственности в рамках авиационного страхования	3	156,0	2,2	-
Страхование ответственности в рамках морского страхования	192	1844770,4	2751,6	-
Страхование общегражданской ответственности	15709	32605246,2	35158,4	5473,2
Страхование кредитов	379852	31078524,0	243549,8	33555,8
Страхование поручительства (гарантий)	4669	1044082,3	6536,0	11,0
Страхование от прочих финансовых рисков	81217	12846908,6	186890,0	66814,8
Медицинское страхование	40855	7535668,8	26048,5	17510,6

Источник: Составлена авторами на основе данных Министерства финансов Республики Узбекистан и Госкомстата Республики Узбекистан

В данном контексте проявляется четкая необходимость глубокого изучения деятельности страховых компаний по определению их рыночных долей на рынке услуг по страхованию жизни, и введения, в случае необходимости мер антимонопольного воздействия.

**Таблица 3.15. Сведения по сбору страховых премий в разрезе областей (млрд. сум)**

№ п/п	Регион	2016г.	2017г.	2018г.	2019г.
-------	--------	--------	--------	--------	--------

1	Республика Каракалпакстан	17,0	20,5	44,2	48,7
2	Андижанская обл.	29,4	39,6	73,3	82,3
3	Бухарская обл.	28,0	35,3	65,5	80,6
4	Джизакская обл.	15,4	19,0	35,9	59,0
5	Кашкадарьинская обл.	28,6	32,7	55,5	76,8
6	Навоийская обл.	15,8	20,3	51,2	69,3
7	Наманганская обл.	25,3	29,0	61,1	92,2
8	Самаркандская обл.	29,7	38,9	71,0	82,8
9	Сурхандарьинская обл.	19,3	20,0	45,9	62,8
10	Сырдарьинская обл.	10,6	10,1	24,4	40,8
11	Ташкентская обл.	51,9	69,2	113,7	170,4
12	Ферганская обл.	37,6	49,8	89,9	124,0
13	Хорезмская обл.	22,3	27,8	53,4	68,6
14	г.Ташкент	361,6	515,5	850,3	1 255,5
	Итого по Республике	692,6	927,5	1 635,2	2 313,9

Источник: Составлена авторами на основе данных Министерства финансов Республики Узбекистан и Госкомстата Республики Узбекистан

Страховой рынок Узбекистана также характеризуется высокой географической концентрацией. Это объясняется тем, что хотя страхуемые объекты распределены по всей территории республики, практически все финансовые потоки сконцентрированы в столице. Основная доля страховой премии (около 54,3%) по-прежнему формируется в г. Ташкенте и Ташкентской области (около 7,4 %), что свидетельствует о преобладании в страховом портфеле отечественных страховщиков корпоративного страхования (см. табл. 3.15).

Необходимо отметить, что при стабильном росте страховых премий в 2019 по республике в целом (141 % по отношению к 2018 году), темпы их роста в Республике Каракалпакстан и Андижанской области замедлились (110,2 % и 112,3 % соответственно). Высокие темпы роста наблюдались в Джизакской области (163,9 %), в Наманганской области (более 150 %), Ташкентской области (около 150 %), г. Ташкенте (147,6 %).

Особенностью страхового рынка республики продолжает оставаться отсутствие региональных страховых компаний, так как наличие большого количества подразделений страховых компаний в формате "головная компания – филиал – агент" в регионах позволяет решить задачу обеспечения регионов страховыми услугами.

В регионах появились новые потребности в страховых услугах после активизации политики развития потребительского, ипотечного кредитования и микро кредитования банками для молодежного и семейного предпринимательства, создания микрокредитных организаций. Формирование системы потребительского кредитования способствует появлению новых направлений страховой деятельности.

Так, страховые компании в 2015-2019 гг. развивают стратегию активного расширения сети филиалов по все территории Узбекистана, однако на уровне районов и городов по факту представлены филиалы не более 2-3 различных страховых организаций. Отличительной особенностью является множественность территориальных образований, имеющих присущие только им отраслевые и региональные черты. Данное обстоятельство усугубляется в отдаленных сельских местностях и труднодоступных горных районах, где страховые услуги, кроме обязательных и государственных, практически не предоставляются.



**Рисунок 3.7 – Динамика показателя совокупного уставного капитала страховых компаний Узбекистана в 2015- 2019 гг.**

Источник: Составлен авторами на основе данных Агентства по развитию страхового рынка при Министерстве финансов Республики Узбекистан за 2015-2019 гг

Страховой рынок Узбекистана испытывает определенный недостаток капиталоемкости, и, прежде всего, это обусловлено малыми размерами собственных средств страховщиков, в том числе их уставных капиталов. Размер совокупного уставного капитала страховых компаний Узбекистана по состоянию на 1 января 2020 года составил порядка 800 млрд. сум (рис. 3.7).

Резкий рост совокупного размера уставных капиталов обусловлен принятием Постановления Президента Республики Узбекистан «О мерах по реформированию и обеспечению ускоренного развития страхового рынка Республики Узбекистан» от 2 августа 2019 года, которым принято решение о поэтапном увеличении требований к размеру минимального уставного капитала страховых компаний, дифференцированных в зависимости от видов страховой деятельности.

Согласно документу, с 1 июля требование по минимальному размеру уставного капитала к компаниям по обязательному страхованию увеличатся

с 15 до 25 млрд сумов (до 2,42 млн долларов США), а к капиталу компаний по добровольному страхованию – с 10 до 15 млрд сумов (1,5 млн долларов). Компании, занимающиеся исключительно перестрахованием, должны будут иметь капитал не менее 35 млрд сумов (3,47 млн долларов).

**Таблица 3.16. Требования к уставному капиталу страховых компаний**

*млрд сум.*

Вид страховой деятельности	Действующее значение	С 1 июля 2020 года	С 1 июля 2022 года
Добровольное страхование:			
в отрасли общего страхования	7,5	15	20
страхование жизни	10		
Обязательное страхование (в отрасли общего страхования или страхования жизни)	15	25	35
Исключительно перестрахование	30	35	45

Источник: [https://www.norma.uz/novoe\\_v\\_zakonodatelstve](https://www.norma.uz/novoe_v_zakonodatelstve)

Совокупный уставный капитал страховых организаций за период 2019–2022 гг. должен вырасти в 2,4 раза – с нынешних 0,8 до 1,2 трлн. сум. Добиться таких результатов поможет, в частности, поэтапное увеличение минимальных значений уставного капитала страховщиков (перестраховщиков)<sup>201</sup>.

Значительное увеличение капитала и резервов страховщиков в первую очередь расширяет их инвестиционные возможности, а также улучшает количественные и качественные показатели инвестиционной деятельности. Так, по итогам 2017 года совокупные инвестиции страховых организаций также имели тенденцию роста (данные за 2019 год не публиковались). Так, данный показатель вырос за год на 170,9%, при этом сумма инвестиций в

<sup>201</sup> Интернет сайт: [https://www.norma.uz/novoe\\_v\\_zakonodatelstve](https://www.norma.uz/novoe_v_zakonodatelstve)

недвижимость выросла на 198,2%, в ценные бумаги – 179,5%, в депозиты 171,7%, в различные займы – 135,7%.

В совокупном инвестиционном портфеле страховщиков за 2017 год преобладали банковские депозиты (вклады) – 45,17%, вложения в ценные бумаги – 43,43%, также достаточно большая доля инвестиций приходится на недвижимость – 6,61% и участие в уставном фонде предприятий – 4,07%. При этом на различные займы (0,65%) и прочие инвестиции (0,06%) было направлено менее 1 % общего объема инвестиций<sup>202</sup>.

Проведенный анализ статистической информации по рынку страховых услуг в разрезе регионов, показывает, что информации, необходимой для расчета степени развития конкуренции при действующей системе статистики, недостаточно. Следовательно, возникает необходимость модернизации информационного обеспечения, мониторинга и статистики рынка финансовых услуг.

### **3.2.3. Анализ состояния конкуренции на кредитном рынке**

Основными поставщиками кредитных ресурсов на кредитном рынке Узбекистана являются коммерческие банки, небанковские кредитные организации, в частности микрокредитные организации, лизинговые компании и ломбарды.

В соответствии с Законом Республики Узбекистан «О банках и банковской деятельности» банк – это юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией и осуществляющее совокупность следующих видов деятельности, определяемых как банковская деятельность:

принятие вкладов от юридических и физических лиц и использование принятых средств для кредитования или инвестирования на собственный страх и риск;

---

<sup>202</sup> Отчет Агентства по регулированию и надзору за страховой деятельностью в Республике Узбекистан за 2017 год

осуществление платежей.

Микрокредитной организацией является юридическое лицо, осуществляющее деятельность по оказанию услуг в сфере предоставления микрокредита, микрозайма, микролизинга и оказывающее иные микрофинансовые услуги в соответствии с Законом Республики Узбекистан «О микрокредитных организациях».

Согласно Закону Республики Узбекистан «О микрофинансировании»:

микрокредитом являются денежные средства, предоставляемые заемщику на осуществление предпринимательской деятельности на условиях платности, срочности и возвратности в сумме, не превышающей тысячекратный размер минимальной заработной платы;

микрозаймом являются денежные средства, предоставляемые микрокредитными организациями заемщику – физическому лицу на условиях срочности и возвратности, а в случаях, предусмотренных договором, и платности, в сумме, не превышающей стократный размер минимальной заработной платы;

микролизингом является услуга, предусматривающая приобретение организацией, оказывающей микрофинансовые услуги, по поручению лизингополучателя у третьей стороны имущества и предоставление его лизингополучателю во владение и пользование за плату на определенных договором условиях. Микролизинг предоставляется на осуществление предпринимательской деятельности в соответствии с законодательством о лизинге в сумме, не превышающей двухтысячекратный размер минимальной заработной платы.

В соответствии с Законом Республики Узбекистан «О лизинге» лизинг это особый вид финансовой аренды, при котором одна сторона (лизингодатель) по поручению другой стороны (лизингополучателя) приобретает у третьей стороны (продавца) в собственность обусловленное договором лизинга имущество (объект лизинга) и предоставляет его лизингополучателю за плату на определенных таким договором условиях во владение и пользование на

срок, превышающий двенадцать месяцев. При этом договор лизинга должен отвечать одному из следующих требований:

по окончании срока договора лизинга объект лизинга переходит в собственность лизингополучателя;

срок договора лизинга превышает 80 процентов срока службы объекта лизинга или остаточная стоимость объекта лизинга по окончании договора лизинга составляет менее 20 процентов его первоначальной стоимости;

по окончании срока договора лизинга лизингополучатель обладает правом выкупа объекта лизинга по цене ниже рыночной стоимости объекта лизинга на дату реализации этого права;

текущая дисконтированная стоимость лизинговых платежей за период договора лизинга превышает девяносто процентов текущей стоимости объекта лизинга на момент передачи в лизинг. Текущая дисконтированная стоимость определяется в соответствии с законодательством о бухгалтерском учете.

Лизинг осуществляется по трехстороннему (продавец – лизингодатель – лизингополучатель) или двустороннему (лизингодатель – лизингополучатель) договору лизинга.

При заключении двустороннего договора лизинга между лизингодателем и продавцом дополнительно заключается договор о купле-продаже объекта лизинга.

Одним из видов внебанковских кредитных институтов являются ломбарды. В соответствии с законодательством ломбард это юридическое лицо, предоставляющее гражданам кредиты на срок не свыше трех месяцев под залог в виде залога движимого имущества, предназначенного для личного потребления.

**Таблица 3.17 – Основные показатели кредитных организаций (млрд. сум)**

Показатели	Банки			Микрокредитные организации			Ломбарды		
	1 янв. 2017г.	1 янв. 2018г.	1 янв. 2020г.	1 янв. 2017	1 янв. 2018	1 янв. 2020	1 янв. 2017	1 янв. 2018	1 янв. 2020



				г.	г.	г.	г.	г.	г.
Активы	84 075,0	166 631,8	272 727	94,1	139,3	711	65,8	79,7	129
Отношение активов к ВВП*, %	42,2	66,9	53,28	0,05	0,06	0,14	0,03	0,03	0,03
Совокупный капитал	8 981,3	20 676,1	51 031	69,5	105,4	439	56,0	71,0	120
Отношение совокупного капитала к ВВП, %	4,5	8,3	9,97	0,03	0,04	0,09	0,02	0,02	0,02
Остаток кредитных вложений	52 610,5	110 572,1	211 581	84,3	128,1**	651	54,6	65,1	105
Отношение кредитного портфеля к ВВП, %	26,4	44,4	41,34	0,04	0,05	0,13	0,02	0,02	0,02

\*по данным Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике ВВП в 2016г. -199 325.1 млрд. сум, в 2017г. – 249 136.4 млрд. сум, в 2019г. – 511 838,1 млрд. Сум.

\*\*включая лизинг.

Источник: Годовой отчет Центрального Банка Республики Узбекистан за 2017-2019 годы

Анализ основных показателей кредитных организаций по состоянию на 01.01.2020 г. (таблица 3.17) показал, что отношение активов коммерческих банков к ВВП страны составило 53,28 %, данный показатель по микрокредитным организациям и ломбардам составил соответственно 0,14% и 0,03%. Отношение совокупного капитала коммерческих банков к ВВП страны составило 9,97 %, данный показатель по микрокредитным организациям и ломбардам составил соответственно 0,09% и 0,02%. Отношение кредитного портфеля коммерческих банков к ВВП страны составило 41,34 %, данный показатель по микрокредитным организациям и ломбардам составил соответственно 0,13 % и 0,02 %. Размер активов коммерческих банков более чем в 380 раз превышает активы микрокредитных организаций.

Таким образом, основное место на кредитном рынке Узбекистана принадлежит коммерческим банкам, а роль небанковских кредитных организаций на данном рынке является не существенной и они не влияют на конъюнктуру кредитного рынка. Вместе с тем, необходимо отметить, что в анализируемом периоде наблюдается более высокий прирост собственного

капитала микрокредитных организаций, что позволило им наращивать активы и кредитные вложения более высокими темпами, чем банковский сектор. Однако такого темпа роста недостаточно, чтобы микрокредитные организации могли в ближайшее время конкурировать с банками.

Конкурентные отношения на кредитном рынке Узбекистана в определенной мере происходят между коммерческими банками. На данном рынке функционируют 30 банка. Анализ их основных статистических данных показывает, что на этом рынке основную долю занимают 4 крупных банка, т.е. Национальный банк внешнеэкономической деятельности (НБУ), Асака банк и Узпромстройбанк. По итогам 2019г. активы этих банков в совокупности составили 136 195 млрд.сум или 49,94 % от совокупного актива всех коммерческих банков, объем выделенного ими кредита составил 110 753 млрд. сум или 52,35 % от всего объема кредита коммерческих банков (табл. 3.18).

Юридическим и физическим лицам выделено кредитов соответственно 99 721 млрд. сум и 11 032 млрд. сум, что составляет соответственно 58,10 % и 27,63 % от общего объема выделенных кредитов. Долгосрочные кредиты (кредиты на срок свыше одного года) составили 104 195 млрд. сум или 53,81 % от общего объема выделенных кредитов. Низкая доля краткосрочных кредитов в общем объеме кредитования, на наш взгляд, связана с тем, что в информации Центрального банка показаны остатки кредитов по состоянию на начало года и на конец года, а учет кредитов, которые выдавались и возвращались в течение года, Центральным банком не ведется. Поэтому для оценки оборотов кредитного рынка в отчетности Центрального банка целесообразно показывать фактически выделенные кредиты, а не остатки кредитных счетов.

**Таблица 3.18 – Кредиты, выделенные коммерческими банками (по состоянию на 1.01.2020г.)**

Показатели	Всего	Группировка банков по размеру активов			
		До 3 трлн.	От 3 до 10 трлн.	От 10 до 30	От 30 трлн. и

		сум	сум	трлн. сум	более сум*
Кол-во банков	30	13	10	4	3
Доля в %	100	43,33	33,33	13,33	10,00
Активы (млрд.сум)	272 727	9 535	54 877	72 119	136 195
Доля в %	100	3,50	20,12	26,44	49,94
Кредиты (млрд.сум)	211 581	6 106	35 211	59 511	110 753
Доля в %	100	2,89	16,64	28,13	52,35
Кредиты физ.лицам (млрд.сум)	39 934	1 353	6 780	20 768	11 032
Доля в %	100	3,39	16,98	52,01	27,63
Кредиты юр.лицам (млрд.сум)	171 647	4 752	28 431	38 743	99 721
Доля в %	100	2,77	16,56	22,57	58,10
Краткосрочные кредиты (млрд.сум)	17 955	791	5 079	5 528	6 558
Доля в %	100	4,41	28,29	30,79	36,52
Долгосрочные кредиты	193 626	5 314	30 133	53 984	104 195
Доля в %	100	2,74	15,56	27,88	53,81
Кредиты в национальной валюте (млрд.сум)	110 633	4 250	21 000	46 445	38 939
Доля в %	100	3,84	18,98	41,98	35,20
Кредиты в иностранной валюте (млрд.сум)	100 947	1 856	14211	13 067	71 814
Доля в %	100	1,84	14,08	12,94	71,14

\*Национальный банк внешнеэкономической деятельности, Асака банк и Узпромстройбанк

Источник: Годовой отчет Центрального Банка Республики Узбекистан за 2019 год

Одним из видов кредитов является кредиты, выдаваемые в иностранной валюте. В последние годы в результате принимаемых мер по либерализации валютного рынка доля кредитов в иностранной валюте увеличивается. Так, в 2017г. объем кредитов, выданных в иностранной валюте превысил объем кредитов, выданных в национальной валюте на 27 104 млрд. сум<sup>203</sup>. Однако в 2019 году кредитов в национальной валюте было выдано на 9 686 млрд. сум больше, чем в иностранной валюте (110 633 – 100 947).

Анализ выделенных кредитов в иностранной валюте в разрезе банков показывает высокую долю НБУ, которая в 2017 г. составила 42,4% от общего

<sup>203</sup> Годовой отчет Центрального Банка Республики Узбекистан за 2017 год

объема выделенных кредитов в иностранной валюте банками республики<sup>204</sup>. Согласно положению «О порядке признания доминирующего положения хозяйствующего субъекта или группы лиц на товарном или финансовом рынке и ведения Государственного реестра хозяйствующих субъектов, занимающих доминирующее положение на товарном или финансовом рынке», утвержденного Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 20.08.2013г. №230, рыночная доля на финансовом рынке определяется как соотношение объема финансовой услуги, оказанной хозяйствующим субъектом или группой лиц, к суммарному объему финансовой услуги, оказанной всеми участниками данного финансового рынка в пределах его границ.

В соответствии с данным положением доминирующим положением на финансовом рынке признается положение хозяйствующего субъекта или группы лиц, рыночная доля которого превышает 35 процентов в пределах границ финансового рынка. Таким образом, НБУ по выделенным кредитам в иностранной валюте в 2017г. занимал доминирующее положение на финансовом рынке. Однако, данный банк по этому показателю не включен в действующий Государственный реестр хозяйствующих субъектов, занимающих доминирующее положение на товарном или финансовом рынке.

Анализ распределения выделенных кредитов в разрезе отраслей показывает высокую долю промышленности, в которую в 2019 г. были направлены 35,7 % от всего объема выделенных кредитов и значения этого показателя с 2017 г. (40,9 %) постепенно снижаются. Низкую долю в распределении кредитов имеют такие отрасли как снабжение и сбыт, жилищно-коммунальное хозяйство и строительство (табл. 3.19).

**Таблица 3.19 – Распределение выделенных кредитов в разрезе отраслей**

Наименование показателей	01.01.2019 г.		01.01.2020 г.		в процентах, к предыдущему году
	млрд. сум	доля, в %	млрд. сум	доля, в %	
Кредиты, всего	167 391	100,0	211 581	100,0	126,4
Промышленность	66 690	39,8	75 636	35,7	113,4

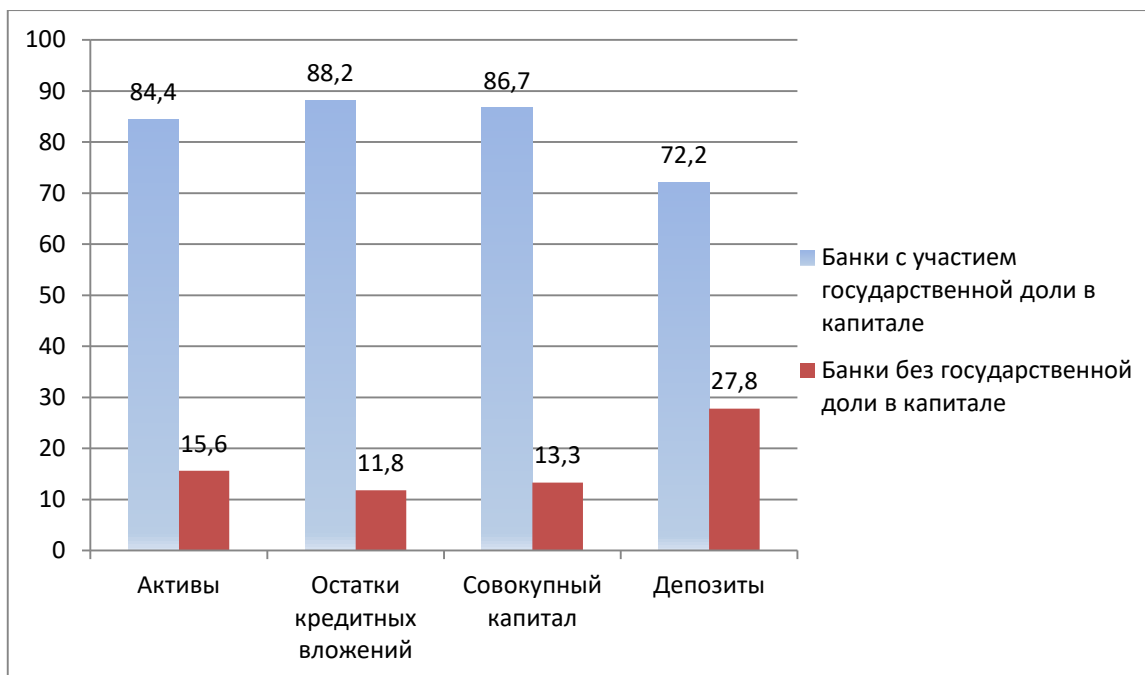
<sup>204</sup> Там же.

Сельское хозяйство	9 422	5,6	17 205	8,1	182,6
Строительство	5 880	3,5	5 930	2,8	100,9
Торговля и сфера общественных услуг	10 786	6,4	14 480	6,8	134,2
Транспорт и коммуникации	20 913	12,5	23 516	6,8	112,4
Материально- техническое снабжение и сбыт	2 746	1,6	3 302	1,6	120,3
Жилищно- коммунальные услуги	1 821	1Д	2 512	1,2	137,9
Физические лица	24 427	14,6	39 934	18,9	163,5
Другие сектора	24 705	14,8	29 065	13,7	117,6

Источник: Годовой отчет Центрального Банка Республики Узбекистан за 2019 год

Одним из основных условий развития конкуренции является наличие на рынке организации различных форм собственности, преимущественно частной собственности. Из 30 функционирующих в Узбекистане банков 13 являются банками со значительной долей государственного капитала (далее – государственные банки), 13 – банки со значительной долей частного капитала (далее – частные банки) и 4 – банки со значительной долей иностранного банковского капитала (далее – иностранные банки). К банкам с государственным участием относятся такие крупные и устойчиво функционирующие банки как НБУ, Асака банк, Узпромстройбанк, Ипотека банк, Кишлок курилиш банк, Народный банк, Агробанк, Алока банк, Микрокредит банк, Турон банк и Узагроэкспортбанк.

Поэтому, несмотря на то, что количество банков с участием государства меньше количества других банков, они играют основную роль на кредитном рынке республики. Так, по состоянию на 01.01.2020 г. на долю банков с участием государства приходится 84,4 % активов банковского сектора, 88,2 % всего объема выделенных кредитов, 86,2% совокупного капитала коммерческих банков и 72,2 % депозитов, находящихся в банках (рис. 3.8).

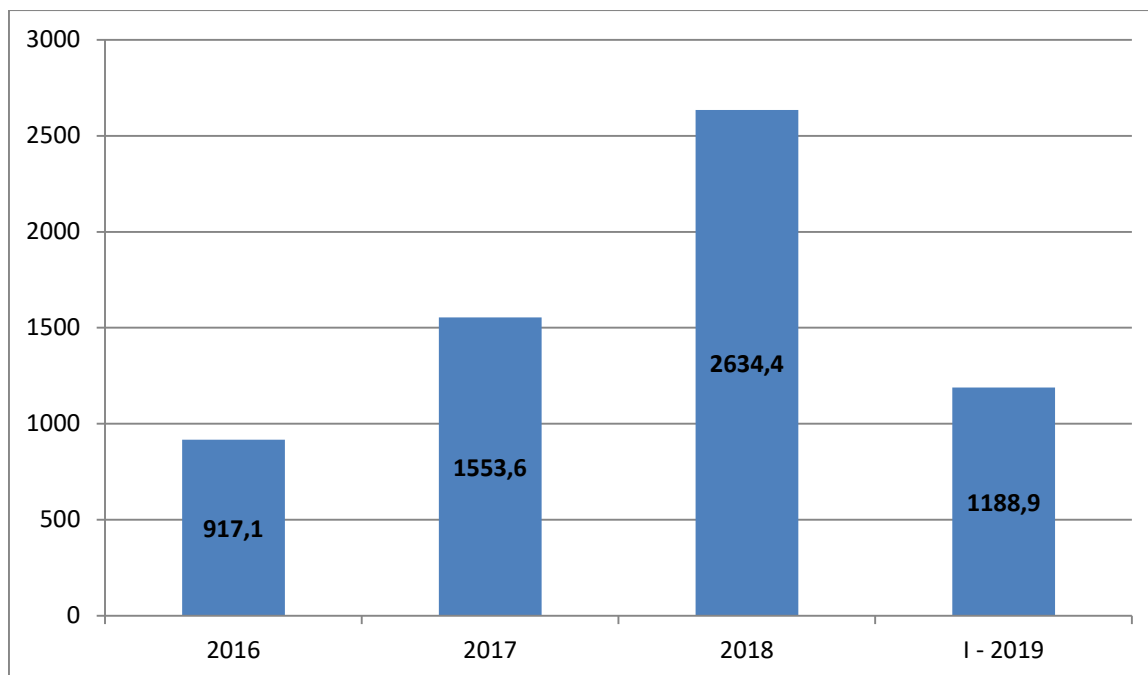


**Рисунок 3.8 – Основные показатели деятельности коммерческих банков Республики Узбекистан (по состоянию на 1 января 2020 года)**  
 Источник: Годовой отчет Центрального Банка Республики Узбекистан за 2019 год

По состоянию на 1 января 2020 года из всех действующих заемщиков, зарегистрированных в Государственном реестре кредитной информации, 1 694,2 тыс. (79,6%) приходится на долю клиентов государственных банков и 434,9 тыс. (20,4%) – на долю клиентов частных и иностранных банков<sup>205</sup>.

По данным ассоциации лизингодателей Узбекистана по состоянию на 1 июля 2019 года лизинговой деятельностью 44 лизингодателя, из них 15 являются банками. По итогам первого полугодия 2019 года объем новых лизинговых сделок составил 1,189 трлн. сум (рис. 3.9), совокупный портфель лизинговых операций превысил 4,351 трлн. сум, однако в совокупном портфеле не брался в учет портфель Национального Банка внешнеэкономической деятельности Республики Узбекистан на общую сумму в 967 млрд. сум.

<sup>205</sup> Годовой отчет Центрального Банка Республики Узбекистан за 2019 год.



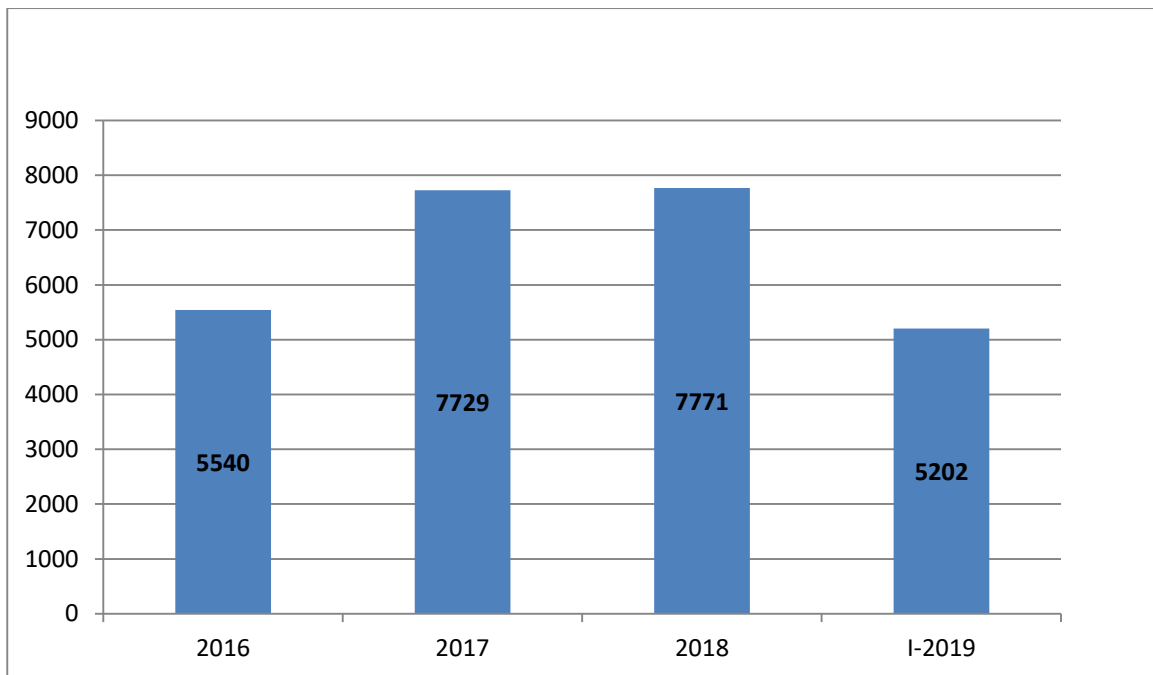
**Рисунок 3.9 Динамика роста объема новых лизинговых сделок  
(в млрд.сум)**

Источник: <https://www.ula.uz/files/1563967962.pdf>

Объем новых лизинговых сделок по итогам 1-го полугодия 2019 года увеличился на 52,5%, что является на 409,3 млрд. сум больше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Драйверами рынка в первом полугодии 2019 года выступили, прежде всего, сельскохозяйственный сектор, строительная техника и автотранспорт, в частности грузовой автотранспорт. В свою очередь, рекордно малый объем рынка показал сектор недвижимости.

Количество заключенных лизинговых сделок в первом полугодии 2019 года увеличилось и составило 5202 сделки. По сравнению с первым полугодием 2018 года, количество новых лизинговых сделок увеличилось почти на 58,6%, а точнее на 1922 сделки больше.

Тенденция роста объемов новых лизинговых сделок распределена среди «игроков» на рынке лизинга следующим образом:



**Рисунок 3.10** Динамика количества новых лизинговых сделок (единиц)

Источник: <https://www.ula.uz/files/1563967962.pdf>

По итогам 1-го полугодия 2019 года тенденция распределения лизингового рынка между лизингодателями сильно изменилась, и 94% рынка принадлежит лизинговым компаниям. Что же касается коммерческих банков, то по сравнению с итогами первого полугодия 2018 года, объем предоставленных лизинговых услуг резко уменьшился, и их доля на рынке составила всего 5,6% (табл. 3.20)



**Таблица 3.20. Динамика объемов новых лизинговых сделок на рынке лизинга**

	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>I-2019</b>
<b>Лизинговые компании</b>				
- стоимость имущества, млрд. сум	630,8	963,8	1 912,2	1 122,5
-доля	64,8%	62,0%	72,6%	94,4%
<b>Банки</b>				
- стоимость имущества, млрд. сум	342,3	589,8	722,2	66,4
-доля	35,2%	38,0%	27,4%	5,6%
<b>Итого</b>	<b>973,1</b>	<b>1 553,6</b>	<b>2 634,4</b>	<b>1 188.9</b>

Источник: <https://www.ula.uz/files/1563967962.pdf>

Если рассматривать распределение лизингового портфеля по лизингодателям, то 80,6% приходится на долю лизинговых компаний, тогда как сумма лизингового портфеля по состоянию на первое полугодие 2019 года составляет 4 трлн. 35 млрд. сум. В анализируемом периоде наблюдается рост доли лизинговых компаний на рынке лизинговых услуг с 64,8 % в 2016 году до 72,6 % в 2018 году.

Доля ТОП 10 лизингодателей (5 лизинговых компаний и 5 коммерческих банков) составила 84,6% от объема новых лизинговых сделок табл 3.21).

**Таблица 3.21. ТОП 10 лизингодателей на рынке лизинговых услуг****ТОП – 5 Лизинговых компаний**

№ п.п	Наименование лизинговой компании	Объем оказанных лизинговых услуг в I-2019г (в млрд. сум)
1	АО «O'zagrolizing»	470,9
2	ООО «Nano Lizing»	186,7
3	АО РСЛК «Qurilishmashlizing»	135,9
4	АО «Uzbek Leasing International A. O.»	82,3
5	ЛК ООО «O'zavtosanoat-Leasing»	64,8

**ТОП – 5 Банков**

№ п.п	Наименование банка	Объем оказанных лизинговых услуг в I-2019г (в млрд. сум)
1	АКИБ «Ipoteka Bank »	38,9
2	АИКБ «Ipak Yo'li Bank»	11,2
3	АКБ «Qishloq Qurilish Bank»	9,1
4	АКБ «Turon Bank»	2,8
5	АКБ «Mikro Kredit Bank»	2,6

Источник: <https://www.ula.uz/files/1563967962.pdf>

Совокупный портфель лизинговых операций в 2019 году составил 5 трлн. 344 млрд. сумов. Эти данные были озвучены на собрании Ассоциации Лизингодателей Узбекистана по итогам 2019 года. На нем были подведены итоги отчетного периода, определены задачи и приоритетные направления дальнейшего развития лизингового рынка<sup>206</sup>.

Как отметил генеральный директор лизинговой ассоциации Зафаржон Мустафаев, на рынке лизинговых услуг республики в 2019 году активно

<sup>206</sup> Интернет сайт: <https://finance.uz/index.php/ru/fuz-menu-economy-ru/6758-v-2019-godu-ob-em-lizingovykh-sdelok-dostig-svyshe-2-trln-sumov>

занимались лизинговой деятельностью 43 лизингодателей, из них 12 – коммерческие банки.

При этом совокупный портфель лизинговых операций на отчетный период составил 5 трлн. 344 млрд. сумов. Лизингодателями было заключено 11 099 новых лизинговых сделок, а их объем составил 2 трлн. 796 млрд. сумов, что на 6,1% или 161 млрд. сум больше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, сказал глава компании.

Среди объектов, передаваемых в лизинг, по итогам полугодия лидирует сельскохозяйственная техника, доля которого в общей структуре лизинговых сделок составила 30,2%. Доля автотранспорта значительно выросла и составила 29,3%. Значительны также объемы сделок, связанных с предоставлением в лизинг строительной техники и оборудования – 20,2% и технологического оборудования – 18,5%, по данным аналитиков ассоциации. В свою очередь, показатели предоставления в лизинг недвижимости и имущественных комплексов резко снизились – всего 1,8% от всего рынка.

Крупными участниками рынка среди лизинговых компаний аналитики назвали «O'zagrolizing» (827,3 млрд. сумов), «Qurilishmashlizing» (255,1 млрд. сумов), «Uzbek Leasing International A.O.» (242,3 млрд. сумов), «Nano Lizing» (218,1 млрд. сумов) и «O'zavtosanoat-Leasing» (180,9 млрд. сумов).

Среди банков крупными лизингодателями в отчетном периоде стали «Ipoteka Bank» (199,3 млрд. сум), «Ipak Yo'li Bank» (18,9 млрд. сум), «Qishloq Qurilish Bank» (9,1 млрд. сум), «Trust Bank» (7,6 млрд. сум), «KDB Bank Uzbekistan» (6,1 млрд. сум).

В новых лизинговых сделках, осуществленных в течение 2019 года, наибольшую долю среди регионов занял Ташкент – 34,6%, второе и третье места заняли Ташкентская область и Кашкадарьинская область – 11,5% и 9,1% соответственно.

В соответствии с действующим законодательством деятельность лизинговых компаний не лицензируется. В настоящее время уполномоченного государственного органа по координации, мониторингу и развитию

деятельности лизинговых компаний не имеется, что существенно затрудняет получение обобщенных данных о показателях деятельности лизинговых компаний.

Таким образом, в результате проведенного исследования конкурентных отношений на кредитном рынке выявлено следующее:

- на кредитном рынке Узбекистана поставщиками кредитных ресурсов являются коммерческие банки, микрокредитные организации, ломбарды и лизинговые компании;

несмотря на то, что основной целью создания небанковских финансовых институтов было развитие конкуренции на кредитном рынке их доля на рынке остается незначительной, и они практически не составляют конкуренцию коммерческим банками, хотя наметилась тенденция к росту их доли;

- основные банковские активы и кредитные портфели сконцентрированы в 3 крупных банках (НБУ, Асака банк и Узпромстройбанк). В 2019 г. активы этих банков составили 49,94 % от совокупного актива всех коммерческих банков, объем выделенного ими кредита составил 52,35 % от всего объема кредита коммерческих банков;

- основную роль на кредитном рынке играют банки с государственной долей собственности в уставном фонде, которые имеют разветвленную сеть территориальных филиалов. Несмотря на то, что количество банков без государственного участия в уставном фонде больше чем количества банков с участием государства, такие банки являются маленькими, и их доля на банковском секторе значительно ниже чем доля банков с участием государства;

- система коммерческих банков сильно централизована, 30 банков имеют 850 филиалов и 1050 офисов банковских услуг (включая мини-банки). Эти филиалы и мини банки не имеют статуса юридического лица и ограничены при проведении кредитной политики и принятии решений. Кредитная политика и принятие решений по кредитам осуществляются по согласованию с головными банками, что существенно ограничивает конкуренцию на кредитном рынке, особенно в областях и районах.

## **Глава 4. Пути развития конкуренции на финансовых рынках Узбекистана**

### **4.1. Обоснование подхода к формированию путей развития конкурентных отношений на финансовых рынках Узбекистана**

На основе проведенных выше исследований можно заключить, что в Узбекистане уровень развития финансового рынка в целом и всех его сегментов в частности является недостаточным для существования полноценной конкуренции как внутри сегментов финансового рынка, так и между самими сегментами внутри страны, а также для обеспечения конкурентоспособности экономики страны на мировом рынке.

Сегменты финансового рынка не взаимосвязаны между собой, их границы практически не пересекаются, одни финансовые инструменты не конвертируются в другие. Все это свидетельствует о том, что в республике слабо действуют рыночные механизмы управления экономикой, без активизации которых невозможно достичь эффективного функционирования сегментов финансового рынка. Это обуславливает необходимость многомерной структуризации финансового рынка, что предполагает, в первую очередь, решение фундаментальных проблем финансового рынка в целом. В данном контексте уместно привести мнение зарубежных специалистов «Несовершенство финансового рынка может увеличить норму сбережений и, следовательно, ограничить возможности домохозяйств в потреблении в течение жизненного цикла»<sup>207</sup>.

Только после этого можно добиться решения частных проблем отдельно взятых рынков финансовых услуг. В связи с этим предлагаются следующие меры совершенствования государственного регулирования конкуренции на финансовых рынках:

1. Разработать нормативно-правовой документ, который объединил бы в себе весь понятийный аппарат, раскрывающий сущность и структуру

---

<sup>207</sup> Jappelli, T. and M. Pagano (1994). Saving, growth, and liquidity constraints // Quarterly Journal of Economics 109, 83 – 109 (IF: 5.538)

финансового рынка, а также государственные меры по защите конкуренции на рынке финансовых услуг, т.к. в настоящее время в законодательстве отсутствует большое количество положений, отражающих не только защиту конкуренции на рынке финансовых услуг, но и сущность финансовых рынков и финансовых услуг и др.

2. На основе глубокого анализа современного состояния развития финансовых рынков обобщить факторы, сдерживающие их развитие.

3. Создать рынок производных финансовых инструментов, обслуживающий фондовый, валютный и товарный рынки, как самостоятельный сегмент финансового рынка.

4. Подготовить необходимую экономическую базу для внедрения системы мегарегулирования.

5. Разработать и утвердить комплекс критерий для оценки состояния конкурентных отношений и эффективного выявления монополизма на финансовых рынках.

6. Разработать механизмы совершенствования системы информационного обеспечения и статистики рынка финансовых услуг, в т.ч. путем создания отделов мониторинга и статистики рынка финансовых услуг при территориальных органах Госкомстата.

В Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах одной из задач определено создание эффективной конкурентной среды для отраслей экономики и поэтапное снижение монополии на рынках товаров и услуг<sup>208</sup>. Пути решения данной задачи приводит А.М. Бабашкина: «Для существования конкурентной среды, с одной стороны, нужно, чтобы хозяйствующие субъекты были свободны в средствах и методах экономического состязания. С другой стороны, конкуренция возможна лишь при условии, что государство обеспечивает защиту прав и интересов участников этих состязаний. Таким образом,

---

<sup>208</sup> Указ Президента Республики Узбекистан от 7 февраля 2017 года № УП-4947 «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан» // uza.uz

конкуренция представляет собой объективно необходимый активизирующий деловую активность и регулирующий атрибут рыночной экономики, основанной на свободе предпринимательства, и является антиподом монополизма в экономике, который стремится подавить конкуренцию»<sup>209</sup>.

К процессу формирования и развития полноценного финансового рынка нужно использовать, идея которого заложена в Указе Президента Республики Узбекистан № УП-4947 от 07.02.2017 г. «О стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан». Суть идеи в отказе от административно-командного управления экономикой, поэтапная реализация рыночных реформ и взвешенная денежно-кредитная политика, что предполагает развитие и либерализацию экономики, направленные на дальнейшее укрепление макроэкономической стабильности и сохранение высоких темпов роста экономики, повышение ее конкурентоспособности, продолжение институциональных и структурных реформ по сокращению присутствия государства в экономике, дальнейшее усиление защиты прав и приоритетной роли частной собственности, стимулирование развития малого бизнеса и частного предпринимательства, активное привлечение иностранных инвестиций в отрасли экономики и регионы страны путем улучшения инвестиционного климата.

Из этого следует, что, государство как орган управления, должно решать только вопросы макроэкономического развития и обеспечения стабильности экономики через макропруденциальное регулирование. Развитие секторов экономики должно осуществляться посредством повышения прав и возможностей частной собственности, в том числе и путем сокращения присутствия государства в экономике. Иначе говоря, задача государства состоит не в том, чтобы формулировать правила поведения для разных типов участников финансового рынка, а в решении более общих задач, направленных на обеспечение стабильности рынка и ограничение рискованных позиций его

---

<sup>209</sup> Бабашкина А. М. Государственное регулирование национальной экономики: Учеб. пособие. – М.: Финансы и статистика, 2003, с 353

участников независимо от выполняемых ими функций и принадлежности к тому или иному типу. Тем более, государство не должно создавать эти рынки путем образование различных институтов его инфраструктуры. Представители частного сектора сами должны создавать необходимую инфраструктуру, исходя из потребностей самого рынка.

В Узбекистане очень плохо развит фондовый рынок, который по своей сути является конкурентом кредитного рынка, и способствует ускорению концентрации и централизации капитала. Он облегчает перелив финансовых средств, необходимых для финансирования инвестиций из одних предприятий или отраслей экономики в другие. Опыт зарубежных стран свидетельствует о том, что с помощью оборота ценных бумаг можно осуществить более полное и быстрое перемещение сбережений и накоплений в инвестиции по цене, которая устраивала бы обе стороны. Ценные бумаги выпускаются, прежде всего, с целью мобилизации и более рационального использования финансовых ресурсов предприятий и сбережений населения. Их практическая целесообразность в этом отношении очевидна. Даже небольшой опыт, накопленный в нашей стране, свидетельствует об активном привлечении средств различных предприятий, организаций и личных сбережений населения для технического перевооружения, создания новых или расширения действующих производств.

Международный опыт показывает, что с помощью регулярно действующего рынка ценных бумаг можно гибко перераспределять средства между отраслями, концентрировать их на наиболее перспективных направлениях научно-технического прогресса, то есть способствовать ускорению и оптимизации структурных сдвигов в народном хозяйстве. В этой связи возникает вполне закономерный вопрос, почему инвестиции в ценные бумаги как наиболее эффективный инструмент мобилизации инвестиционных ресурсов финансирования экономики не получили развития в Узбекистане?

На наш взгляд, ответ заключается в неправильном подходе к организации выпуска этих ценных бумаг вследствие разработки множества противоречащих



друг другу нормативных документов, часть из которых носит паллиативный характер, а также неправильном толковании и реализации положений самих документов. А причина кроется в неувязанности положений этих документов с теорией инвестирования.

Так, например, в статье 44 Закона Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» описывается перечень информации, которая должна содержаться в проспекте эмиссии ценных бумаг, однако нет ни одного пункта, который бы содержал цели выпуска ценных бумаг, конкретный проект, на реализацию которого будут направлены средства, полученные от размещения ценных бумаг, и соответственно ожидаемый доход для выполнения обязательств перед инвесторами. Таким образом, для инвестора нет ясности, куда будут направлены его средства, на какую конкретно цель они будут израсходованы, и, в конечном итоге, какова будет от них отдача.

В зарубежных странах эмиссия ценных бумаг обязательно сопровождается целью выпуска ценных бумаг. В частности, согласно ст. 22 Федерального закона Российской Федерации «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ (ред. от 03.07.2016) одним из пунктов определено, что проспект эмиссии должен содержать введение, в котором кратко излагается информация, содержащаяся в проспекте ценных бумаг и позволяющая составить общее представление об эмитенте и эмиссионных ценных бумагах, а в случае размещения эмиссионных ценных бумаг также об основных условиях их размещения. Согласно Положению о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг во введении излагаются основные цели эмиссии и направления использования средств, полученных в результате размещения ценных бумаг, в случае если регистрация проспекта осуществляется в отношении ценных бумаг, размещаемых путем открытой или закрытой подписки<sup>210</sup>.

Исследования показали, что предлагаемые учеными экономистами и

---

<sup>210</sup> Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг (утв. Банком России 30.12.2014 N 454-П) (ред. от 01.04.2016) (Зарегистрировано в Минюсте России 12.02.2015 N 35989).

специалистами различных министерств и ведомств меры по развитию данного рынка носят разрозненный характер или затрагивают улучшения только отдельных аспектов функционирования фондового рынка. Однако, анализ сложившегося положения на отечественном фондовом рынке и изучение опыта зарубежных стран показало, что для формирования конкурентного рынка ценных бумаг необходимо разработать комплекс взаимосвязанных мероприятий по его совершенствованию.

В первую очередь, следует сформулировать и научно обосновать подход к этому процессу. Для этого нужно определить: в чьих интересах и в каких целях осуществлять совершенствование. Если исходить из той посылки, что Узбекистан открытая страна для инвесторов, то именно удовлетворение интересов инвесторов должно быть заложено в основу реформирования фондового рынка, что предполагает совершенствование всего законодательства в сфере инвестиций и регулирования рынка ценных бумаг.

Основной мотив инвестирования – это получение прибыли, размер которой обеспечивает необходимую доходность. Доходность определяется как отношение прибыли к инвестиционным затратам является процентной ставкой, представляющей собой плату за пользование финансовыми ресурсами, размер которой определяется риском, возникающим на финансовом рынке. При этом под риском понимается вероятность неполучения ожидаемого дохода от инвестиций (или несение дополнительных расходов по привлечению финансовых ресурсов) в связи с отклонением процентной ставки в неблагоприятном направлении. На рынке ценных бумаг эта взаимосвязь проявляется следующим образом: чем выше риск, тем выше должна быть ожидаемая доходность, и, следовательно, тем ниже становится цена приобретения фондового актива.

В целях обеспечения эффективности реализации предложенных выше мер, представляется целесообразным разработать специальную концепцию развития финансовых рынков Республики Узбекистан, в которой должны быть определены конкретные меры, последовательность и сроки их реализации.

В основу идеи данной концепции должно быть заложено формирование равных условий для функционирования всех сегментов финансового рынка и обеспечение конкуренции между ними.

В концепции должны быть четко определены следующие основные аспекты развития финансового рынка:

1. Цель развития финансового рынка, которая предполагает создание эффективного рынка мобилизации ресурсов и накопления капитала для всех категорий инвесторов.

2. Цель развития каждого сегмента рынка, которая предполагает создание конкурентных условий для всех финансовых рынков.

3. Направления развития каждого сегмента рынка: обеспечение многообразия выбора для инвесторов, путем выпуска большего количества видов ценных бумаг и возможности придания им особых свойств, и других финансовых инструментов.

4. Этапы интеграции каждого сегмента финансового рынка в международный рынок, с установкой конкретных сроков и оценочных показателей.

5. Развитие конкуренции между профессиональными участниками каждого рынка.

6. Формирование рынка производных финансовых инструментов как самостоятельного сегмента финансового рынка.

7. Повышение роли негосударственных профессиональных объединений, придание им функций саморегулируемых органов.

8. Последовательность внедрения механизмов рыночного регулирования и ценообразования.

9. Дорожная карта реализации концепции.

**4.2. Необходимость совершенствования законодательства по регулированию деятельности финансовых рынков**

Развитие конкуренции на финансовых рынках может быть достигнуто посредством расширением прав и защитой интересов инвесторов (поставщиков финансовых ресурсов на финансовый рынок), финансовых посредников и других участников всех сегментов финансового рынка, путем создания равных условий для их деятельности. Именно в этом направлении необходимо осуществлять совершенствование законодательства Узбекистана. В первую очередь это относится к законодательству, регулирующему инвестиционную деятельность в республике.

Законом Республики Узбекистан «Об инвестиционной деятельности» определено, что «инвестиции – материальные и нематериальные блага и права на них, вкладываемые в объекты экономической и иной деятельности». Данное определение имеет два существенных недостатка. Во-первых, в нем не различается коммерческая и инвестиционная деятельность. Во-вторых, не обозначена цель инвестиций – получение прибыли или дохода. А это является основным признаком инвестиций, обосновывающим отказ от потребления в настоящем для получения больших благ в будущем.

Анализ финансовых отчетностей акционерных обществ за 2016 год, размещенных на сайте Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг показал, что из 312 исследованных акционерных обществ, только в 22 обществах рентабельность активов превышает 20 %, еще в 11 обществах она находится на уровне выше 14 – 20 %, т.е. выше ставки рефинансирования Центрального банка Республики Узбекистан, которая принимается как безрисковая ставка в экономике. Общее количество акционерных обществ, рентабельность которых выше 5 % – около 70.

Финансовую отчетность за 2019 год на сайте разместили 564 общества. Анализ их деятельности показал, что только в 58 из них рентабельность активов превышает 20%, еще у 28 обществ она была выше 14 %, но ниже 20 %. Рентабельность активов 368 была 5 % и ниже, из них 47 обществ закончили год с убытками.

Но рентабельность активов характеризует фактическую отдачу на

вложенный капитал, и с позиции теории его величина должна быть выше безрисковой ставки доходности. В противном случае инвестиции в реальный сектор экономики теряют свой смысл. У большинства акционерных обществ рентабельность активов ниже уровня инфляции, т.е. отсутствует фактор получения реальной (очищенной от инфляции) прибыли, другими словами с учетом инфляции осуществленные вложения в такие предприятия не окупаются. В основном это общества с государственной долей в уставном капитале.

В Узбекистане объем ежегодно осуществляемых инвестиций составляет около 40 % ВВП страны. От эффективности реализуемых инвестиционных проектов зависят темпы роста ВВП в будущем, сроки окупаемости вложенных ресурсов и, самое главное, повышение благосостояния народа. Разработка и принятие качественных нормативно-правовых документов является одним из основных факторов, обеспечивающих достижение этих целей.

В принятом 25 декабря 2019 г. Законе Республики Узбекистан «Об инвестициях и инвестиционной деятельности» эта цель обозначена, но исчезла из определения иностранных инвестиций.

Спорным является и определение реинвестиций, данное в новом законе. Согласно статьи 2, реинвестиции – любой доход от инвестиций, вкладываемый в объекты предпринимательской и других видов деятельности, включая прибыль, проценты, дивиденды, роялти, лицензионные и комиссионные вознаграждения, платежи за техническую помощь, техническое обслуживание и другие формы вознаграждений. Данное определение имеет два существенных недостатка. Во-первых, что понимается под доходом от инвестиций, тем более, если целью инвестиций является получение прибыли. В соответствии с законодательством о бухгалтерском учете и отчетности полученные предприятием проценты, дивиденды, роялти, лицензионные и комиссионные вознаграждения, платежи за техническую помощь, техническое обслуживание и другие формы вознаграждений за минусом расходов включаются в его прибыль.

С позиции экономической теории доход и прибыль предприятия являются совершенно разными понятиями. По мнению авторов учебника «Экономика предприятия» профессора В.Я. Горфинкель, профессора В.А. Швандар: «Валовой доход – обобщающий показатель конечных результатов хозяйственной деятельности предприятия, исчисляемый путем исключения из выручки (нетто) от продажи товара, работ, услуг (за вычетом налога на добавленную стоимость, акцизов и других обязательных платежей) текущих материальных затрат (стоимости потребленных в процессе производства и реализации продукции сырья, материалов, покупных полуфабрикатов и комплектующих изделий), а также перенесенной стоимости потребленных в процессе производства средств производства (суммы начисленной амортизации основных производственных фондов)». Другими словами, доход предприятия, помимо прибыли, включает в себя заработную плату и начисления на нее.

Во-вторых, основным источником реинвестиций являются средства, поступающие от амортизации основных средств и нематериальных активов, которые к прибыли и доходу не относятся. Но данные средства как источник реинвестирования не включены в закон.

В Новом законе, как нам представляется, недоработанными остались вопросы государственной поддержки инвестиционной деятельности и инвестиций в части создания механизмов и инструментов управления инвестиционными рисками в Республике Узбекистан. Согласно данному документу инструментами защиты инвесторов от рисков являются страхование и, в отдельных случаях государственные гарантии. Возможности хеджирования рисков не предусмотрена, что снижает привлекательность инвестиционного рынка республики. Поэтому, было бы целесообразным дополнить данный раздел положением о том, что государство обеспечивает создание механизмов и инструментов управления рисками, в том числе путем развития рынка производных финансовых инструментов, обращаемых на товарно-сырьевом, валютном и фондовом рынках.

Представляется целесообразным вкратце раскрыть неточности и

недоработки Закона Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг». Согласно статье 1 действие настоящего Закона распространяется на следующие ценные бумаги: акции, облигации, казначейские обязательства, депозитные сертификаты, производные ценных бумаг и векселя. Однако в статье 3 дается следующее понятие: опцион – эмиссионная **ценная бумага**, удостоверяющая право на покупку в предусмотренный в ней срок определенного количества ценных бумаг ее эмитента по фиксированной цене. Но такая ценная бумага не подпадает под действие данного закона (статья 1).

Далее в статье 3 дается понятие «номинальный держатель ценных бумаг», которое далее в тексте закона нигде не упоминается. В статье 5 перечисляется что должно содержать решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг, однако не указывается цель выпуска, т.е. инвесторы не знают на что будут направлены мобилизованные средства. В проспекте эмиссии (статья 44) также не требуется указывать на какие цели будут направлены средства и какая будет эффективность (отдача) этих вложений.

Согласно статьи 6 корпоративные облигации выпускаются в пределах размера собственного капитала эмитента на дату принятия решения об их выпуске, подтвержденного заключением аудиторской организации. Уточнений, по какой именно стоимости (рыночной или балансовой) не дается. Далее в данной статье говорится о коммерческих банках, выполняющих функции платежных агентов, но не ясно кто такие платежные агенты.

Статья 21 определяет, что организаторами торгов ценными бумагами являются: фондовая биржа; валютная биржа, создавшая фондовый отдел; организатор внебиржевых торгов ценными бумагами. Но почему-то не оговаривается возможность создания фондового отдела на товарных биржах.

В статье 24 в число профессиональных участников рынка ценных бумаг забыли включить Центральный депозитарий, но включили инвестиционный фонд. В пункте 1 статьи 26 указано, что инвестиционным посредником является профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий сделки и операции с ценными бумагами по поручению клиента, от имени и за

счет клиента. А в пункте 4 данной статьи говорится, что сделки, осуществляемые по поручению клиентов, подлежат приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого инвестиционного посредника. Пояснений что такое дилерские операции отсутствует. Вместе с тем, в статье 35 определено, что инвестиционный посредник на основании договора, заключаемого на один год с возможностью продления, оказывает клиентам: брокерские услуги от имени и за счет клиента; брокерские услуги от своего имени, но за счет клиента, что противоречит статье 26.

Можно и дальше перечислять неточности и противоречия, закрававшиеся в данный закон, но, на наш взгляд, приведенных примеров достаточно для обоснования необходимости дальнейшей его доработки.

Для кардинального улучшения положения на рынке ценных бумаг, роста его конкурентоспособности, как на внутреннем финансовом рынке, так и на международном рынке ценных бумаг, необходимо, на основе комплексного подхода разработать научно-обоснованную концепцию развития фондового рынка во взаимосвязи с развитием других сегментов финансового рынка.

Концепцией должны быть определены сроки и формы совершенствования законодательства (разработка новых нормативно-правовых документов, подготовка новой редакции или внесение изменений и дополнений в действующие нормативно-правовые документы). При разработке законов, регулирующих деятельность эмитентов ценных бумаг, следует определиться с подходом к содержанию этих законов. В международной практике приняты два подхода к формированию содержания закона:

- все полномочия по выбору типов выпускаемых акций и приданию им особых свойств предоставляются акционерному обществу и отражаются в его уставе;

- определение в самом законе видов и особых свойств ценных бумаг, которые могут выпускаться эмитентами.

В США устав Акционерного общества является более важным документом, чем закон. В нем прописываются основы функционирования



компании и обращения ее ценных бумаг.

В России важнее является Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и «Об акционерных обществах», данные законодательные акты закрепляют обязательные права по акциям.

В Великобритании права акционеров оговариваются в законе о компаниях, но более важными документами являются Устав и Меморандум. В Меморандуме содержится экономическая характеристика организации и ее ценных бумаг, а в Уставе прописываются процедурные вопросы и права акционеров.

В статье 21 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» указано, что типы выпускаемых акций, порядок их размещения, выплаты по ним дивидендов определяются уставом общества. Такой подход согласуется с осуществляемыми в республике мерами по либерализации экономики. Однако, как показала практика, создает проблемы акционерным обществам в процессе проверок. Проверяющие органы изучают уставы на предмет их соответствия закону в буквальном смысле, т.е. все, что не написано в законе является нарушением.

В частности, согласно данному закону привилегированными акциями являются акции, которые дают право их владельцам в первоочередном порядке получать дивиденды, а также средства, вложенные в акции при ликвидации общества. Привилегированные акции дают право их владельцам на получение определенных дивидендов независимо от наличия прибыли общества. В уставе общества должны быть определены размер дивиденда и (или) стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества (ликвидационная стоимость) по привилегированным акциям. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость по привилегированным акциям определяются в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость по привилегированным акциям считаются определенными также, если уставом общества установлен порядок их определения. Следовательно, данный закон допускает выпуск

привилегированных акций с плавающей дивидендной ставкой. Однако на практике это пока не применяется.

Заслуживает внимания то, что согласно данному закону, уставом общества может быть установлено, что невыплаченные или не полностью выплаченные дивиденды по привилегированным акциям, размер которых определен в уставе, накапливается и выплачивается впоследствии. По сути это означает, что акционерные общества могут выпускать кумулятивные привилегированные акции. Ранее в законодательстве республики использовался термин кумулятивные акции, но в настоящее время оно из вышеуказанного закона исключено. Использование формулировки невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд по привилегированным акциям, размер которого определен в уставе, накапливается и выплачивается впоследствии, вносит путаницу и неясность в вопрос о том, какие именно привилегированные акции выпускает общество.

Изучение уставов акционерных обществ показало, что в этих документах просто переписана из закона возможность выплаты в последующем невыплаченных или не полностью выплаченных дивидендов по привилегированным акциям. Т.е. эта возможность определяется не уставом, и даже не указывается кем (каким полномочным органом управления общества) это определяется. Более того, в уставе общества согласно законодательству должно быть указано какие акции им выпускаются. Если общества намеренно выпустить привилегированные акции, то в уставе указывает, что выпускается такое-то количество таких-то акций по такой-то номинальной стоимости. Если бы использовались термины кумулятивные и некумулятивные акции, то было бы понятно будут ли накапливаться дивиденды или нет. При разработке Госкомконкуренции Республики Узбекистан проекта типового устава акционерных обществ нами было дано предложение каждому обществу, выпустившему (намеревающемуся выпустить) привилегированные акции, использовать в своем уставе одну из формулировок:

- привилегированные акции, по которым невыплаченные или не

полностью выплаченные дивиденды накапливаются и выплачиваются впоследствии;

- привилегированные акции, по которым невыплаченные или не полностью выплаченные дивиденды не накапливаются и не выплачиваются впоследствии.

К сожалению, в силу различных обстоятельств данный проект не был представлен на рассмотрение Кабинета Министров Республики Узбекистан. Однако, на наш взгляд, внесение предлагаемого уточнения в устав акционерных обществ внесет ясность в свойства их привилегированных акций, что имеет принципиальное значение при определении рыночной стоимости этих ценных бумаг.

Вместе с тем, использование российского подхода может ограничить права акционерных обществ, возможности придания особых свойств ценным бумагам. Поэтому, в процессе совершенствования законодательства, должны быть учтены и эти правовые коллизии.

Нуждается в доработке и Закон Республики Узбекистан «Об инвестиционных и паевых фондах», с момента принятия до настоящего времени в республике не создано ни одного инвестиционного или паевого фонда. Обусловлено это, на наш взгляд, следующими факторами:

1. Согласно законодательству инвестиционный фонд может создаваться только в форме акционерного общества, однако требования к минимальному размеру уставного капитала и требования по раскрытию информации, установленные для акционерных обществ, а также существенные расходы по выполнению этих требований, делают акционерные общества самой непривлекательной организационно-правовой формой осуществления бизнеса.

2. Постановлением Президента Республики Узбекистан «О дополнительных мерах по привлечению иностранных инвесторов в акционерные общества» от 21.12.2015 г. № ПП-2454 был введен порядок, в соответствии с которым в акционерных обществах доля иностранного инвестора в уставном капитале должна составлять не менее 15 процентов. Это

требование еще более усложнило процесс создания инвестиционного фонда.

3. Основным объектом инвестирования средств фондов являются ценные бумаги. Однако на данном рынке в настоящее время обращаются только акции и незначительное количество корпоративных облигаций. Количество акционерных обществ составляет чуть более шестисот, доходность большинства из них очень низкая. Более того, более чем в двух трети акционерных обществ присутствует доля государства или органов хозяйственного управления. Такие акции фактически являются обездвиженными, т.е. не могут выступать в качестве объекта свободной купли-продажи. Вложения в общества с ограниченной ответственности как объект инвестирования для фондов являются непривлекательными, т.к. эти активы имеют низкую ликвидность.

4. В стране отсутствуют реальные механизмы управления инвестиционными рисками.

5. До настоящего времени не разработаны подзаконные акты и методические рекомендации, регулирующие деятельность этих фондов.

6. Недостаточно ясное формулирование отдельных положений самого закона сдерживает инвесторов от создания инвестиционных и паевых фондов.

Вместе с тем, сам подход к организации деятельности инвестиционных и паевых фондов, по нашему мнению, не сможет обеспечить в должной мере эффективную деятельность этих фондов. После внимательного изучения данного документа создается впечатление, что он разрабатывался не для привлечения ресурсов через создание и организацию деятельности этих фондов, а для обеспечения объемами работы доверительных управляющих.

Согласно статье 12 полномочия исполнительного органа управления инвестиционным фондом осуществляет доверительный управляющий. Неудивительно, что в Узбекистане при 9 действующих лицензиях инвестиционных фондов зарегистрировано 38 доверительных управляющих инвестиционными активами.

В соответствии с Положением о порядке расчета размера собственных

средств и среднегодовой стоимости инвестиционных активов доверительного управляющего инвестиционными активами, утвержденного приказом генерального директора ЦККФРЦБ при ГКИ от 30.12.2003 г. N 2003-19 и зарегистрированным МЮ 05.03.2004 г. N 1322, доверительный управляющий должен иметь собственные средства в размере не менее 5 процентов от среднегодовой стоимости управляемых им инвестиционных активов. А для осуществления своей деятельности ему достаточно иметь в штате двух сертифицированных специалистов. В данном случае вызывает сомнения целесообразность передачи в управление сторонней компании, с незначительным размером собственного капитала, аккумулированных средств инвестиционного фонда. Более того, как исполнительный орган доверительный управляющий должен будет вести помимо собственной бухгалтерии, учет и отчетность по инвестиционным фондам, средствами которых он управляет, что потребует увеличения численности работников бухгалтерии. Вместе с тем, акционерам инвестиционного фонда будет сложнее осуществлять контроль над финансовыми результатами деятельности доверительного управляющего, тем более, если последний будет управлять средствами нескольких инвестиционных фондов и создаст паевые фонды.

Более логично было бы в инвестиционных фондах создавать свой исполнительный орган и установить требования, в соответствии с которыми профильные должностные лица должны иметь соответствующие сертификаты специалистов рынка ценных бумаг. Как показывает практика развитых зарубежных стран, большей частью инвестиционные фонды выполняют функции доверительных управляющих паевых фондов. Располагая достаточным собственным капиталом инвестиционным фондам проще формировать различные варианты инвестиционных портфелей по критериям оптимизации рисков и доходности, удовлетворяющие привлекаемых в паевые фонды инвесторов, исходя из их желаний и предпочтений.

Принятие нашего предложения по предоставлению инвестиционным фондам права создавать свой исполнительный орган, с наделением их функций

доверительного управляющего, позволит оставить в действующей редакции статью 16 «Создание паевого фонда», согласно которой решение о создании паевого фонда принимается доверительным управляющим. С учетом больших возможностей инвестиционного фонда по созданию паевых фондов, наличия достаточных финансовых ресурсов и специалистов, для инвесторов они будут более предпочтительны как деловой партнер, чем обычные доверительные управляющие. Если данное предложение не будет принято, то логичнее будет все положения о создании и деятельности паевых фондов из проекта кодекса исключить, и изложить их в положении о деятельности доверительного управляющего, т.к. все эти вопросы входят в его компетенцию.

Немаловажным фактором, сдерживающим создание инвестиционных фондов, являются установленные ограничения их деятельности. В частности, инвестиционные фонды не вправе приобретать опционы или фьючерсы. Однако заключение опционных и фьючерсных контрактов в развитых странах является одним из основных инструментов управления рисками, позволяющих обеспечить предсказуемость доходов и избежать вероятных потерь. Поэтому, представляется целесообразным, данное ограничение из Кодекса исключить, а остальные ограничения пересмотреть на предмет их либерализации.

Есть недостатки и в законодательстве, регулирующем страховую деятельность. В частности, Положение о страховых агентах утверждено Приказом министра финансов от 28.01.2003 г. № 19, зарегистрированным МЮ 01.02.2003 г. № 1213, внесены изменения в соответствии с Приказом министра финансов, зарегистрированным МЮ 21.06.2007 г. № 1213-1. Вместе с тем, в редакцию Закона Республики Узбекистан «О страховой деятельности» были снесены изменения и дополнения Законом Республики Узбекистан от 14 сентября 2007 года № ЗРУ-108 – СЗ РУ, 2007 г., Законом Республики Узбекистан от 22 декабря 2008 года № ЗРУ-192 – СЗ РУ, 2008 г., Законом Республики Узбекистан от 16 декабря 2010 г. № ЗРУ-267 – СЗ РУ, 2010 г., Законом Республики Узбекистан от 11 апреля 2012 года № ЗРУ-323 – СЗ РУ, 2012 г., Законом Республики Узбекистан от 4 сентября 2014 года № ЗРУ-373 –

СЗ РУ, 2014 г.

Страховые агенты – физические лица осуществляют свою деятельность на основе заключенных со страховщиками договоров поручения (агентских соглашений). Трудовой стаж им не начисляется, сумма комиссионных выплат жестко регламентирована и является низкой. Поэтому в этой сфере наблюдается высокая текучесть кадров.

В соответствии с Законом Республики Узбекистан от 11 ноября 2019 года № ЗРУ-582 «О внесении изменений и дополнений в Закон Республики Узбекистан «О Центральном банке Республики Узбекистан»» данный закон принят в новой редакции. В настоящее время, в целях приведения действующего законодательства в соответствии с этим законом, идет процесс внесения изменений и дополнений, пересмотра и отмены органами государственного управления их нормативно-правовых актов, противоречащих настоящему Закону. Поэтому оценить эффективность осуществляемых изменений в банковско-кредитной сфере с позиций развития конкурентных отношений пока невозможно. Вместе с тем, ознакомление с содержанием новой редакции закона показало, что в нем не раскрыта суть главной цели Центрального банка, которая заключается в обеспечении стабильности национальной валюты. Из закона не ясно по отношению к чему должна быть стабильна национальная валюта. Если к иностранным валютам, то к каким именно, или по отношению к ценам на товарных рынках?

Кроме того, согласно Закону одной из задач Центрального банка является лицензирование и регулирование банковской деятельности, деятельности микрокредитных организаций ломбардов, валютной биржи и кредитных бюро, надзор за банками, микрокредитными организациями ломбардов, валютной биржи и кредитных бюро, лицензирование производства бланков ценных бумаг. Однако деятельность лизинговых компаний в этот перечень не попала, хотя в Узбекистане законодательство допускает только финансовый лизинг, который по своей сути является формой трансформации кредита. В тоже время, согласно Закону Республики Узбекистан «О банках и банковской

деятельности», коммерческие банки могут заниматься лизинговыми операциями и, соответственно, эта их деятельность может регулироваться Центральным банком.

Другой существенной причиной, обуславливающей необходимость совершенствования законодательства в части регулирования финансовых рынков является необходимость создания необходимых предпосылок и условий для введения системы мегарегулятора финансовых рынков Узбекистана.

### **4.3. Вопросы создания мегарегулятора финансовых рынков в Узбекистане**

#### **4.3.1. Зарубежный опыт введения мегарегулятора финансовых рынков**

На сегодняшний день во множестве развитых и развивающихся стран внедрена система мегарегулирования финансовых рынков, под которой подразумевается единый государственный или общественный орган, в полномочия которого входит централизованное регулирование и/или надзор за всеми или отдельными секторами финансового рынка, например, банковской, страховой сферами, фондовый рынок, сферой негосударственных пенсионных фондов и т.д.

Опыт зарубежных стран показывает, что одной из важнейших предпосылок появления мегарегулятора является расширение и слияние границ секторов финансового рынка. Начиная с 1970-х годов под воздействием возросшей конкуренции, появления новых финансовых продуктов и технологических инноваций различия между отдельными участниками финансового рынка стали постепенно стираться. Активизировались процессы проникновения специализированных посредников на смежные сегменты финансового рынка, чему среди прочего способствовало введение новых нормативов, ограничивающих риски их деятельности. Особенно это касалось банковской сферы. Например, введение новых нормативов достаточности капитала (Базель 1) сделало слишком дорогим традиционное банковское



кредитование, поэтому банки начали искать другие виды деятельности. Параллельно небанковские финансовые посредники активно проникали в сферу традиционной банковской деятельности. Появление новых конкурентов на рынке способствовало снижению прибыльности традиционной банковской модели, поэтому банки активно вторгались на страховой, инвестиционный и другие сегменты финансового рынка.

Серьезную конкуренцию коммерческим банкам на финансовых рынках составляют финансовые группы, инвестиционные и пенсионные фонды, которые владеют существенными финансовыми ресурсами и способны предоставлять клиентам весь спектр финансовых услуг. Обычно эти организации называют просто фондами (funds). Среди наиболее известных фондов выделяют фонд "Quantum", входящий в "империю" Джорджа Сороса. В группу участников фондового и валютного рынков входят финансовые организации, являющиеся структурными подразделениями транснациональных корпораций – Дженерал моторс, Форд моторс, Кока-кола, Джонсон энд Джонсон, Бритиш петролеум, Суми-томо, Мицубиси, Даймлер Бенц и т.п. К этой же группе можно отнести различные лизинговые и факторинговые компании. Активная деятельность и диверсификация оказываемых ими услуг выводит их операции на все сегменты финансового рынка.

В то же время, существование финансовых рынков всегда ставило вопрос о контроле над ними. Изначально этим контролирующим институтом было государство, но с момента появления и развития крупных корпораций стало очевидным их стремление и возможности влиять на ситуацию на фондовых, страховых и банковских рынках, что обусловило создание государством регулирующих рыночных институтов. Постепенный отказ от «сегментарного» деления финансового рынка, «стирание» границ между сегментами выявил необходимость перехода от функционального, секторального регулирования рынка к кросс-секторальному, т.е. к созданию финансового мегарегулятора.

Новые условия рынков привели к переосмыслению содержания финансового регулирования. Стало очевидно, что задача регуляторов состоит

не в том, чтобы формулировать правила поведения для разных типов посредников, а в решении более общих задач, направленных на обеспечение стабильности рынка и ограничение рискованных позиций его участников независимо от выполняемых ими функций и принадлежности к тому или иному типу. Такой подход потребовал создания более однородного надзора за одинаковыми видами деятельности, осуществляемыми различными участниками рынка и соответственно изменения структуры органов финансового регулирования. Реформирование организационной структуры должно было устранить дублирование и снизить затраты на регулирование и со стороны государственных органов, и со стороны регулируемых финансовых институтов.

### **История создания мегарегуляторов.**

Мегарегуляторы появились в 80-х годах XX века в странах с развитой экономикой. В XXI веке необходимость создания подобной структуры обострилась, и ускорились темпы создания мегарегуляторов в странах с наиболее крупными финансовыми рынками.

Первыми, кто решился на создание данной структуры, были небольшие страны: Норвегия (1986 год)<sup>211</sup>, Исландия и Дания (1988 год), Южная Африка (1990), Швеция (1991 год), Корея (1998). Среди крупных стран Западной Европы первой на путь создания мегарегуляторов стала Великобритания, когда в 1997 году объявила о реформе банковского надзора. В 1998 году в этой стране было создано Агентство по финансовым услугам. В 2002 году единый мегарегулятор был создан в Германии.

А. Хандруев, на статьи которого больше всего ссылок в научной литературе по данной теме, приводит следующие данные: «Несмотря на то, что мегарегулятор не гарантирует полной защиты от банковского кризиса, к настоящему времени на модель интегрированного надзора перешли 55

---

<sup>211</sup> Справедливо отметить, что создание мегарегулятора не спасло Норвегию от банковского кризиса 1988 года, после которого на небольшое время самые крупные кредитные учреждения были национализированы. В Швеции в 1992 году также разразился банковский кризис.

государств, в том числе, 36 стран из 70 с наиболее крупными финансовыми рынками»<sup>212</sup>.

По данным МВФ, среди 70 стран, которые провели реформы в период с 1998-го по 2009 год, 27 стран (38,5%) провели консолидацию финансового регулирования и надзора в той или иной форме<sup>213</sup>.

Среди 115 полных членов Международной ассоциации регуляторов рынка ценных бумаг (IOSCO) 49 (42,6%) функционируют в рамках отраслевой («вертикальной») модели регулирования, при которой для каждого сегмента финансового рынка действует свой регулятор.

«Гибридная модель», при которой полномочия регулятора распространялись на несколько секторов финансового рынка, сложилась в 16 странах (13,9%). Остальные 50 регуляторов (43,5%) представляют различные модели мегарегулирования. Самая распространенная модель существует в 33 странах. Она предполагает наличие единого независимого мегарегулятора (с объединением регулирования и надзора), не являющегося центральным банком. В 13 странах функции мегарегулятора осуществляют национальные (центральные) банки, и еще в 4 странах внедрена модель twin peaks<sup>214</sup>.

Переосмысление содержания финансового регулирования позволило выделить три его самостоятельных направления: пруденциальный надзор, регулирование бизнес-поведения финансовых институтов и обеспечение финансовой стабильности<sup>215</sup>.

---

<sup>212</sup> А. Хандруев. В поисках здравого мегарегулирования // <http://bosfera.ru/bo/v-poiskah-megaregulirovaniya>.

<sup>213</sup> См. Twin Peaks and the man the FSA forgot [Электронный ресурс]. - URL: <https://www.compliancemonitor.com/uk-regulation/regulatory-structure/twin-peaks-and-the-man-the-fsa-forgot--1.htm>

<sup>214</sup> См. Данилов Ю. Уютное кресло. К чему приведет создания мегарегулятора на базе ЦБ [Электронный ресурс] И Forbes. - 06.03.2013. - URL: <https://www.forbes.ru/mneniya-column/makroekonomika/235095-uyutnoe-kresno-k-chemu-privedet-sozdanie-megaregulyatora-na-baz>

<sup>215</sup> См. Мегарегулятор: взаимодействие с кредитными организациями и финансовыми рынками / Под ред. д-ра экон. наук, проф. Г. Н. Белоглазовой, д-ра экон. наук, проф. Н. П. Радковской. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2014. – с. 10.

*Пруденциальный надзор* имеет своей целью не допустить излишне рискованные операции со стороны финансовых организаций. В условиях либерализации финансовых рынков он должен распространяться только на те организации, которые пользуются той или иной формой государственного страхования или гарантирования их деятельности. В эту категорию включаются, прежде всего, кредитные организации (в связи с их участием в системе страхования вкладов), а также инвестиционные и страховые компании, которые прямо или опосредованно имеют определенные гарантии государственных органов.

**Таблица 4.1. Страны с действующими мегарегуляторами с составе международной ассоциации регуляторов ценных бумаг<sup>216</sup>**

<b>Страна</b>	<b>Название</b>	<b>Год создания</b>
Австрия	Financial Market Authority	2002
Бахрейн	Bahrain Monetary Agency	1973
Бермуды	The Bermuda Monetary Authority	1969
Бельгия	Commission bancaire et financier	1990
Боливия	Управление по надзору за финансовой системой	2009
Великобритания	Financial Services Authority	2001
Венгрия	Financial Supervisory Authority	2000
Германия	Federal Financial Supervisory Authority, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht-BaFin	2002
Гонконг	The Hong Kong Monetary Authority (HKMA)	1993
Ирландия	Единый надзорный орган внутри ЦБ	н/д
Казахстан	Комитет по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций Национального Банка Республики Казахстан	2011
Корея	Financial Supervisory Commission	1999
Литва	Financial and Capital Market Commission	1997

<sup>216</sup> Составлена авторами на основе: Шапран В. «Всевидящее око» [Электронный ресурс] i t Банковское обозрение. – URL: <http://www.bosfera.ru/bo/2004/03/vsevidyashee-oko>, Мегарегулятор: взаимодействие с кредитными организациями и финансовыми рынками / Под ред. д-ра экон. наук, проф. Г. Н. Белоглазовой, д-ра экон. наук, проф. Н. П. Радковской. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2014. – с. 15. А. Хандруев. В поисках здорового мегарегулирования // <http://bosfera.ru/bo/v-poiskah-megaregulirovaniya>

Нидерланды	The Netherlands Authority for the Financial Market	2002
Россия	Центральный банк РФ	2013
Саудовская Аравия	Saudi .Arabian Monetary Agency (SAMA)	1952
Словакия	Национальный банк Словакии	2006
Сингапур	Monetary' Authority o f Singapore	1970
Финляндия	Financial Supervision Authority (FSA) – FINANSINSPEKTIONENS	1997
Швеция	Финансовая инспекция	1991
Эстония	Finantsinspektion (Financial Supervision Authority)	2001
ЮАР	Financial Service Board	1990
Япония	Financial Services Agency	1998

*Регулирование бизнес-поведения* на финансовом рынке направлено на защиту интересов потребителей финансовых услуг и инвесторов. Оно должно гарантировать предоставление потребителям финансовых услуг всей необходимой и правдивой информации, и обеспечивать, чтобы финансовые компании в своей деятельности не пытались ввести своих клиентов в заблуждение и не дискриминировали бы их. В сферу бизнес-регулирувания попадают все профессиональные участники финансовых операций, в том числе компании на рынке ценных бумаг, страховые компании и банковские структуры.

*Обеспечение финансовой стабильности* подразумевает создание механизмов управления системными рисками и предотвращения распространения кризисных явлений с одного сектора финансового рынка на другой.

Новая структура органов финансового регулирования должна была обеспечить наиболее адекватную реализацию каждого из выделенных направлений и базировалась на организационном принципе «целевого регулирования», т. е. создания органов регулирования, ответственных за каждое из этих направлений. Например, все полномочия пруденциального надзора за банками, инвестиционными и страховыми компаниями должны концентрироваться в одних руках. Принцип «целевого регулирования»

позволял упростить и консолидировать существующую к тому времени во многих странах довольно сложную структуру органов финансового регулирования.

Господствующей идеей первого этапа модернизации систем финансового регулирования стала идея создания единого финансового регулятора – *мегарегулятора*, который объединял бы функции пруденциального надзора и защиты прав потребителей. Модель единого регулятора предполагала сокращение числа регулирующих органов, конвергенцию их функций и снижение роли центрального банка в пруденциальном надзоре за финансовыми институтами при закреплении за ним функции регулирования финансовой стабильности.

В большинстве стран внедрение единого регулятора происходило без учета целей макропруденциального регулирования<sup>217</sup>. Кроме того, выявился и еще один дефект единого регулятора, который состоит в том, что надзор за системно значимыми платежно-расчетными системами осуществляется центральным банком, а надзор за финансовыми агентами – пользователями этих систем осуществляется единым регулятором. Это явно ограничивает рычаги воздействия центрального банка на финансовую стабильность, что проявилось во время финансового кризиса 2007-2009 годов<sup>218</sup>.

Недостатки модели единого регулятора подтолкнули некоторые страны к разработке альтернативной модели, сохраняющей преимущества интегрированного подхода и позволяющей преодолеть его отдельные недостатки. Так появилась организационная модель «двух вершин» (*twin-peaks model*). В данной модели выделяются два основных регулирующих органа: регулятор системного риска и регулятор деятельности на финансовом рынке (*business conduct regulator*). Регулятор системного риска занимается

---

<sup>217</sup> В результате макрорегулирование и пруденциальный надзор за отдельными институтами оказались разделены между различными органами, ни один из которых не нес полной ответственности за успешность их сотрудничества в этой области.

<sup>218</sup> См. Мегарегулятор: взаимодействие с кредитными организациями и финансовыми рынками / Под ред. д-ра экон. наук, проф. Г. Н. Белоглазовой, д-ра экон. наук, проф. Н. П. Радковской. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2014. – с. 12.

пруденциальным регулированием всех системно значимых финансовых институтов и платежно-расчетных систем. Эти функции обычно закреплены за центральным банком. Регулятор деятельности на финансовом рынке надзирает за всеми видами финансовых услуг (банковскими, страховыми, инвестиционными) как на оптовых рынках (регулирование бирж), так и на розничных.

### **Мегарегулятор и зарубежный опыт его внедрения.**

Следует отметить, что не существует общепринятого определения термина «мегарегулятор». Одни подразумевают под ним некий орган, который контролирует деятельность всех участников финансового рынка. Другие считают, что допустимо иметь координирующую структуру в виде, например, некоего Совета по финансовой стабильности. Третьи говорят о том, что это может быть реализовано на основе модели банковского надзора «Twin Peaks». Такой подход, например, был реализован в Нидерландах. Там Центральный банк осуществляет пруденциальное регулирование для банков, страховых компаний и пенсионных фондов, а защитой прав потребителей занимается специально созданное агентство. На наш взгляд, обобщенное и наиболее приемлемое определение термина «мегарегулятор на финансовом рынке» дано А. Хандруевым: «Кросс-секторальная модель регулирования и надзора в финансовом секторе, основанная на полной или частичной интеграции надзорных полномочий в одном или двух ведомствах»<sup>219</sup>.

В частности, система финансового надзора Европейского союза состоит из двух уровней. Первый уровень представлен Европейским советом по системным рискам (European Systemic Risk Board, ESRB)<sup>220</sup>. Данный орган осуществляет мониторинг и оценку угроз финансовой стабильности, вызванных влиянием макроэкономических факторов и глобальных угроз. В

---

<sup>219</sup> А. Хандруев. В поисках здравого мегарегулирования // <http://bosfera.ru/bo/v-poiskah-megaregulirovaniya>.

<sup>220</sup> См. Baber G. The European Systemic Risk Board // *The Company Lawyer*. 2011. № 32(8). P. 225–226.

Snowdon P., Lovegrove S. The New European Supervisory Structure // *Compliance Officer Bulletin*. 2011. № 83. P. 12.

этом смысле ESRB ответствен за раннее предупреждение о возникновении рисков системного характера и подготовку рекомендаций для национальных регуляторов по снижению этих угроз.

Второй уровень представлен Европейской системой органов финансового надзора (European System of Financial Supervision, ESFS), которая объединяет наднациональные органы банковского, страхового надзора, а также надзора в секторе ценных бумаг<sup>221</sup>.

Аналогичная ситуация складывается и в Великобритании. В 1998 году большинство надзорных полномочий Банка Англии было передано Службе по надзору за сектором финансовых услуг (FSA – Financial Services Authority). Неэффективная координация действий Казначейства, FSA и Банка Англии привела к развалу института мегарегулятора. В феврале 2011 года на базе совета директоров Банка Англии создан временный Комитет по финансовой политике. В 2012 году было создано Управление пруденциального регулирования (Prudential Regulation Authority), подотчетное Банку Англии. Надзор по текущему ведению бизнеса закрепляется за вновь созданным Управлением финансового поведения (Financial Conduct Authority). Португалия, Италия и Франция также используют или переходят на модель «Твин пикс».

В Германии в 2002 году произошло слияние трех федеральных надзорных ведомств, результатом чего стало появление нового единого надзорного органа – Федерального ведомства финансового надзора (BAFin). Следует отметить, что президент BAFin назначается президентом Германии на неограниченный срок и законодательством не предусмотрено финансирование BAFin за счет средств бюджетов. В рамках BAFin были расширены полномочия «Дойче Бундесбанка».

Вместе с тем необходимо отметить, что далеко не все страны идут по пути создания мегарегулятора финансового рынка. Они используют другой подход, предполагающий наличие отдельного регулятора для каждого сегмента

---

<sup>221</sup> Рынок недвижимости в системе обеспечения финансовой стабильности Центральным банком РФ/ <http://www.fin-izdat.ru/journal/fa/>



финансового рынка. Такая модель регулирования реализована в 42,6 % стран, входящих в IOSCO, в том числе в США, Китае, Индии, странах Восточной Европы<sup>222</sup>.

В США в соответствии с законом Додда-Франка полномочия по координации действий регуляторов возложены на созданный межведомственный Совет по надзору за финансовой стабильностью (Financial Stability Oversight Council), повышена роль ФРС в надзорном процессе, прежде всего, в отношении системно-значимых финансовых посредников.

В настоящее время там создана рабочая группа по финансовым рынкам при Президенте США, которая осуществляет согласование всех противоречий в регулировании национального финансового рынка<sup>223</sup>.

Центральное место в новой системе регулирования отведено новому органу – Совету по надзору за финансовой стабильностью (Financial Stability Oversight Council, FSOC) и его службе финансовых исследований (Office of Financial Research). На Совет возложены функции контроля и регулирования деятельности небанковских финансовых компаний, входящих в теневою банковскую систему 25 и ранее практически полностью выпадавших из сферы государственного регулирования. Совет обязан выявлять возрастающие риски финансовой системы в целом и предпринимать меры по их снижению.

Совет по надзору за финансовой стабильностью является федеральным органом власти, обладающим существенными полномочиями по регулированию деятельности всех системообразующих холдинговых компаний и небанковских финансовых организаций. Он вправе требовать увеличения капитала и ликвидности, а также ограничить рост крупных финансовых институтов, если это создает угрозу финансовой системе государства.

---

<sup>222</sup>Вавулин Д. А., Симонов С. В. Центральный банк Российской Федерации как мегарегулятор российского финансового рынка // [http://www.fa.ru/fil/orel/science/documents/simonov\\_statya\\_4.pdf](http://www.fa.ru/fil/orel/science/documents/simonov_statya_4.pdf) 5 (581) – 2014

<sup>223</sup> Джонсон С., Квак Дж. 13 банков, которые правят миром. В плену Уолл-стрит и в ожидании следующего финансового кризиса / Саймон Джонсон и Джеймс Квак [пер. с англ. В. Егоров]. Предисловие В. Геращенко. – М.: Картера Пресс, 2014. – с. 156.

Начиная с 1 сентября 2013 года Банк России является единственным государственным органом, который призван осуществлять надзорные и регулирующие функции за всеми участниками финансового рынка, включая кредитные, а также некредитные финансовые институты, деятельность которых ранее регулировалась Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР)<sup>224</sup>. В структуре Банка России создано отдельное подразделение – Служба Банка России по надзору за финансовым рынком.

К основным аргументам в пользу создания мегарегулятора на базе ЦБ РФ приводят: оценку мирового опыта, который показывает укрупнение влияния ЦБ после финансового кризиса, неэффективность небанковского надзора, возможность усиления саморегулируемых организаций (СРО), увеличение инвестиционной привлекательности и бюджетная экономия. Однако, как отмечают А. С. Романенко, Н.А. Гринёва, стратегические цели не были отмечены<sup>225</sup>.

Помимо политических причин – концентрации финансовой власти и стремления ускорить решение задачи формирования в России международного финансового центра, А. Хандруев называет несколько весомых экономических аргументов в пользу перехода России на кросс-секторальную модель регулирования и надзора в финансовом секторе, среди которых главный – высокий уровень системного риска. Создание института мегарегулирования способно по его мнению минимизировать системные риски, повысить уровень защиты интересов инвесторов и вкладчиков<sup>226</sup>.

В Казахстане мегарегулирование было введено в 2004 году путем создания Агентства по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых

---

<sup>224</sup> ФЗ от 23.07.2013г. ФЗ № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ в связи с передачей ЦБ РФ полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков».

<sup>225</sup> См. Мегарегулятор: зарубежный опыт. Проблемы и перспективы создания мегарегулятора в России А. С. Романенко, Н.А. Гринёва / [dspace.bsu.edu.ru/bitstream/123456789/12767/1/Romanenko\\_Megaregulyator.pdf](http://dspace.bsu.edu.ru/bitstream/123456789/12767/1/Romanenko_Megaregulyator.pdf) автор: АС Романенко - 2013.

<sup>226</sup> См. А. Хандруев. В поисках здравого мегарегулирования // <http://bosfera.ru/bo/v-poiskah-megaregulirovaniya>.

корпораций. В 2011 году это Агентство было упразднено президентом, а его функции были переданы Национальному банку Республики Казахстан (НБРК)<sup>227</sup>. Мегарегулятор контролирует все сферы финансового рынка: банковский, фондовый и страховой рынки. Основным аргументом в пользу выбора Национального банка мегарегулятором является надзорная независимость, осуществляемая на основе следующих аспектов: НБ имеет дополнительные преимущества в осуществлении контроля над финансовым рынком страны; он является самостоятельным в осуществлении надзора и применении санкций; он является единственным органом, осуществляющим инспекционный надзор за организациями финансового рынка дистанционно<sup>228</sup>. В Казахстане, как и в России, создана одноуровневая система мегарегулирования, от которой, как было указано выше, отказались в западноевропейских странах.

На основании изложенного выше можно заключить, что выбор каждой страной оптимальной для нее модели финансового регулирования зависит от многих факторов, к числу наиболее значимых из них могут быть отнесены: уровень и направления развития финансовой системы страны; распределение активов финансового сектора по видам деятельности (банковская, страховая, инвестиционная); наличие или отсутствие крупных финансовых институтов, полностью или частично принадлежащих государству и пользующихся различными формами государственной поддержки; распространенность крупных многопрофильных финансовых структур, конгломератов; структура клиентской базы крупнейших финансовых институтов (широкие слои населения, немногочисленные крупные компании, многочисленные компании мелкого и среднего бизнеса, финансовые структуры, отечественные или преимущественно иностранные) и др.

---

<sup>227</sup> <http://www.rbcdaily.ru/finance/opinion/562949980139170> - Сайт ежедневной деловой газеты РБК daily. Кончина мегарегулятора за рубежом и его рождение в России.

<sup>228</sup> Адамбекова А.А. Центральный банк страны как мегарегулятор финансового рынка.- //Деньги и Кредит, 2012, №10 [http://www.cbr.ru/publ/moneyandcredit/adambekova\\_10\\_12.pdf](http://www.cbr.ru/publ/moneyandcredit/adambekova_10_12.pdf)

Принятие решения о введении системы мегарегулирования в той или иной стране, на наш взгляд, должно осуществляться с учетом следующих факторов:

- наличие экономических и политических предпосылок для создания мегарегулятора;

- обоснованность необходимости создания такой системы исходя из состояния экономики, основных направлений социально-экономического развития страны и целей экономических реформ;

- глубокое изучение положительных и отрицательных сторон введения системы мегарегулирования в местных условиях на основе обобщения опыта зарубежных стран;

- выбор наиболее оптимальной модели мегарегулирования.

#### **4.3.2. Оценка целесообразности создания системы мегарегулирования в Узбекистане**

На основе анализа мнений ученых специалистов и обобщения опыта введения мегарегулирования финансовых рынков в зарубежных странах, приведенного выше, можно заключить, что введение системы мегарегулятора будет эффективным при условии, что:

- он будет двухуровневым, с полным распределением полномочий между звеньями (макропруденциальный регулятор и регуляторы бизнес-поведения);

- в стране сформированы конкурентные финансовые рынки, на которых обращается большой спектр финансовых инструментов;

- страна имеет относительно устойчивое экономическое состояние;

- в стране разработан и действует механизм управления рисками;

- имеются необходимые кадры и подходящие руководители.

Интеграционные институциональные процессы происходят и в Узбекистане. Финансовые структуры все больше оказывают свои услуги не только на своем, но и на смежных секторах финансового рынка. В частности, банки могут выступать в качестве инвестиционного посредника,

инвестиционного консультанта или доверительного управляющего на фондовом рынке, а страховые организации – в роли инвестиционного посредника без лицензии уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг. Помимо этого отдельные банки имеют в своем составе подразделения, которые занимаются страховыми операциями. Все это свидетельствует о возрастании предоставления кросс-рыночных услуг финансовыми институтами республики.

И все же к вопросу о создании мегарегулятора в республике следует подходить с большой осторожностью и без спешки, т.к. в республике имеются несколько факторов, которые обуславливают нецелесообразность создания мегарегулятора на данном этапе экономических преобразований.

1. Низкий уровень развития фондового рынка, ограниченность находящихся в обращении видов ценных бумаг.

2. Отсутствие конкуренции между сегментами финансового рынка, которое заключается в абсолютном доминировании кредитного рынка над рынком ценных бумаг и рынком страховых услуг. На рынке кредитных услуг отсутствуют институты, создающих конкуренцию коммерческим банкам.

Поэтому создание отдельного органа с функциями мегарегулятора всех сегментов финансового рынка приведет к дублированию этим органом функций Центрального банка. Передача функций мегарегулятора финансовых рынков самому Центральному банку может привести к снижению развития рынка ценных бумаг – основного потенциального конкурента кредитного рынка. А создание мегарегулятора, осуществляющего надзор за сегментами финансового рынка без рынка банковских кредитов не имеет смысла, т.к. деятельность этих сегментов, как отмечалось выше, не оказывает влияния на экономическую стабильность в стране. Другими словами, такой орган, по своей сути, не может быть регулятором в виду того, что не может влиять на экономическую ситуацию в стране.

3. Незрелость рынка производных финансовых инструментов.

4. Отсутствие экономических предпосылок. Практически во всех научных

работах посвященных проблемам создания мегарегулятора говорится о необходимости контроля за системными рисками:

«Мировой финансовый кризис 2008–2009 годов выявил серьезные недостатки системы регулирования и надзора на финансовых рынках во всем мире. Результатом явились масштабные реформы финансового регулирования. Ключевым направлением реформ в США, Евросоюзе и других странах стало усиление контроля за системными рисками на финансовом рынке, охват регулированием и надзором новых продуктов и услуг, а также внедрение механизмов предотвращения, раннего реагирования и разрешения кризисных ситуаций»<sup>229</sup>.

«Значение устранения системного риска в иерархии целей регулирования финансовых рынков увеличивается; борьба с системным риском становится необходимым условием эффективности регулирования. Соответственно изменяются требования к регулятивным институтам, во многом предопределяя постепенный переход к новой философии регулирования финансовых рынков – мегарегулированию»<sup>230</sup>

«Обеспечение финансовой стабильности подразумевает создание механизмов управления системными рисками и предотвращения распространения кризисных явлений с одного сектора финансового рынка на другой»<sup>231</sup>.

Системные риски или, как их еще называют, отраслевые риски в развитых странах рассчитываются на основе данных рынка ценных бумаг по котировкам акций всех эмитентов как коэффициент  $\beta$ . Он является стандартизированным показателем ковариации актива, полученным путем деления ковариации любого актива на рынке на отклонение рынка.

В Узбекистане системные риски не рассчитываются. Но даже если их и

---

<sup>229</sup> О.Е. Медведева, Т.В. Макшанова. Преимущества и недостатки создания мегарегулятора на финансовом рынке России. //Вектор науки ТГУ. 2013. № 3/CyberLeninka.ru

<sup>230</sup> Буклемишев О.В., Данилов Ю.А., Кокорев Р.А. Мегарегулятор как результат эволюции финансового регулирования// ВЕСТН. МОСК. УН-ТА. сер. 6. Экономика. 2015. № 4 с. 63

<sup>231</sup> Котляров М.А. Регулирование деятельности микрофинансовых организаций на российском рынке [Текст] // Финансы и кредит. – 2009г.- №35

начать рассчитывать, то целесообразность создания мегарегулятора все равно останется под вопросом. Дело в том, что наша республика относится к категории стран с высокими системными рисками, а как показывает опыт «... мегарегуляторы не могут успешно функционировать в странах с высокими системными рисками, для их эффективной работы необходима устойчивость экономики»<sup>232</sup>.

5. Необходимость внесения существенных изменений в нормативно-правовые документы. В этом плане весьма нагляден опыт России. В связи с конвергенцией ФСФР в состав Центробанка, Правительство Российской Федерации осуществило ряд изменений в нормативно-правовом законодательстве.

Введен новый Федеральный Закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному Банку РФ полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» от 23.07.2013 г. № 251-ФЗ, который вступил в силу с 01.09.2013 г. (за исключением отдельных положений, вступающих в силу в иные сроки). Согласно новому Федеральному Закону внесены изменения в ряд существующих Федеральных Законов различных сфер законодательного права, а именно в Гражданский кодекс и Налоговый кодекс РФ; Федеральный Закон «О Центральном Банке Российской Федерации» № 86-ФЗ; Федеральный закон «Об обязательном государственном страховании жизни и здоровья военнослужащих, граждан, призванных на военные сборы, лиц рядового и начальствующего состава органов внутренних дел Российской Федерации, Государственной противопожарной службы, органов по контролю за оборотом наркотических средств и психотропных веществ, сотрудников учреждений и органов уголовно-исполнительной системы»; от 28.03.1998 г. № 52-ФЗ; Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах» от

---

<sup>232</sup> Мегарегулятор: зарубежный опыт. Проблемы и перспективы создания мегарегулятора в России А. С. Романенко, Н.А. Гринёва / [dspace.bsu.edu.ru/bitstream/123456789/12767/1/Romanenko\\_Megaregulyator.pdf](http://dspace.bsu.edu.ru/bitstream/123456789/12767/1/Romanenko_Megaregulyator.pdf) автор: АС Романенко - 2013.

07.05.1998 г. № 75-ФЗ; Федеральный закон «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев транспортных средств» от 25.04.2002 г. № 40-ФЗ.

Распоряжением Правительства Российской Федерации от 22.06.2013 г. № 1293-р утверждена «Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 года». Проведены структурные реформы в Центральном Банке Российской Федерации. Совет директоров Банка России 9 августа 2013 года принял решение создать в структуре Центрального банка Российской Федерации главные управления Центрального банка Российской Федерации по федеральным округам. Подписан Федеральный закон «О внесении изменений в Закон РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации».

6. Введение института мегарегулятора потребует внесения изменений и в законодательство, касающееся деятельности организаций по микрофинансированию и микрокредитованию, что так же отразится на деятельности последних. Данные организации работают в основном с субъектами малого бизнеса, на долю которых приходится более половины ВВП республики. Поэтому, любые факторы, способные негативно повлиять на их деятельность должны приниматься во внимание.

7. Без глубокого изучения опыта зарубежных стран, в первую очередь России и Казахстана, переход на систему мегарегулирования нецелесообразен, но первые окончательные итоги введения мегарегулятора в этих странах можно будет подвести не раньше 2022 года.

8. Опыт зарубежных стран показывает, что система мегарегулирования более эффективна, если регуляторами бизнес-поведения являются негосударственные некоммерческие объединения профессиональных участников на правах саморегулируемых организаций. Поэтому в Узбекистане нужно срочно принять закон о деятельности и статусе таких организаций.

9. Узбекистан осуществляет экономические реформы по собственной модели. Введение системы мегарегулирования обусловит параллельность реформ, что может повлечь возникновение противоречий в реализуемых



программах реформирования экономики, нарушит их последовательность и взаимосвязанность. Наиболее актуальной задачей в этих условиях является создание конкурентных кредитному рынку сегментов финансового рынка, формирование рыночных механизмов управления системными рисками.

Именно в этом направлении должно совершенствоваться законодательство по регулированию финансовых рынков, охватывая в комплексе деятельность всех сегментов финансового рынка. При этом индикатором успешности этих преобразований может служить уровень взаимосвязанности сегментов финансового рынка.

#### **4.4. Создание условий эффективного функционирования фондового рынка Узбекистана**

В виду того, что рынок ценных бумаг является самым слабо сформированным сегментом финансового рынка, будет уместным уделить особое внимание вопросам его развития. Целесообразность инвестирования в любой вид реального бизнеса или финансового актива определяется соотношением уровня доходности с уровнем риска в нем. Такой подход позволяет правильнее сформулировать инвестиционную политику государства. Предоставляемые в настоящее время в Узбекистане льготы и преференции для инвесторов являются вторичными факторами привлечения инвесторов. Но они не будут эффективными, если отсутствует первичный фактор: адекватная уровню риска доходность инвестиционных проектов, которую называют стоимостью капитала. Как минимум эта доходность должна превышать безрисковую ставку доходности, которой в настоящее время является ставка рефинансирования Центрального банка Узбекистана.

Для привлечения инвесторов, во-первых, необходимо повысить доходность инвестиционных проектов и рентабельность активов действующих предприятий до уровня, который должен быть не ниже стоимости капитала. Во-вторых, необходимо внедрить механизмы управления рисками в стране (чем

ниже риски, тем ниже стоимость капитала). Это повысит привлекательность корпоративных ценных бумаг.

Позитивный мировой опыт регулирования рынков ценных бумаг свидетельствует, что при достаточном уровне развития рынка ценных бумаг наиболее целесообразно, чтобы функции государственного регулирования рынка ценных бумаг осуществлял уполномоченный государственный орган, не входящий в систему исполнительной власти, и принимающий решения независимо от правительства. Необходимость такой независимости обусловлена тем, что государство объективно выступает на рынке ценных бумаг одновременно в качестве эмитента ценных бумаг, инвестора и регулирующего субъекта, устанавливающего правила осуществления деятельности на рынке ценных бумаг, которые изначально должны устанавливать равные возможности для всех участников рынка. Поскольку государство в лице правительства выступает в качестве эмитента и инвестора, оно должно осуществлять свою деятельность на равноправной основе с другими (негосударственными) субъектами. Поэтому, регулирование рынка ценных бумаг уполномоченным органом, не входящим в состав правительства и неподотчетным ему, является, хотя и не безусловной, но определенной гарантией от конфликтов интересов, при которых государство устанавливало бы правила, заведомо более благоприятные для него, по сравнению с другими участниками рынка ценных бумаг. Безусловно, в каждой отдельно взятой стране СНГ применение принципа независимости государственного органа, регулирующего рынок ценных бумаг, может иметь место в той или иной форме, либо не может иметь места вообще в силу экономических, демографических или политических причин, культурных традиций и других оснований. В сущности, решение данного вопроса относится к сфере публично-правовых отношений, однако функционирование независимого государственного органа по регулированию в этой сфере является одним из внешних показателей развитости национального рынка ценных бумаг и одной из генеральных тенденций развития рынка ценных бумаг вообще.

Хотелось бы отметить, что осуществляемая в стране политика поэтапной реализации рыночных реформ и проведения взвешенной денежно-кредитной политики предполагает отказ от административно-командного управления экономикой. Однако невозможно искоренить командно-административное управление с помощью командно-административных методов. Поэтому, представляется целесообразным в Узбекистане создать научную группу, которая серьезно занялась бы разработкой вопросов внедрения рыночных механизмов управления экономикой.

Ранее мы уже отмечали, что существуют различные группы инвесторов: учредители (инициаторы создания) компании, стратегические инвесторы, портфельные инвесторы, долгосрочные инвесторы, спекулятивные инвесторы. Новое законодательство должно позволять осуществлять деятельность всем этим группам и обеспечивать оптимальное соблюдение интересов всех этих групп. Это достигается путем создания возможности эмитентам придавать различные свойства своим ценным бумагам.

Для нормального функционирования фондового рынка необходимо создать условия для формирования и осуществления деятельности спекулятивными инвесторами. Мнение о том, что спекулятивные инвесторы занимаются исключительно манипулированием цен – является необоснованным. Манипулированием цен может заниматься любой инвестор, располагающий достаточными финансовыми ресурсами, а само манипулирование, как показала практика зарубежных стран, возможно только при недостаточно четко разработанном законодательстве. Более того, в Узбекистане уже создан класс спекулятивных инвесторов, которых называют маркетмейкерами, основная цель которых заключается в стабилизации цен на фондовые активы. Но если есть участник рынка, который стабилизирует цены, то, по логике, должны быть и «дестабилизаторы» цен, которые и приводят цены в движение.

На самом деле, спекулянты не столько расшатывают рынок, реагируя на самые разнообразные слухи, сколько стабилизируют его, упреждая возможные

экстремальные реакции реальных секторов экономики<sup>233</sup>. Без них в процессе торговли может возникнуть разрыв цен на рыночные активы, что приводит к потере капитала другими группами инвесторов.

Опросы зарубежных инвесторов показали, что одной из причин, сдерживающих их от инвестирования в ценные бумаги отечественных компаний, является отсутствие на рынке государственных долговых ценных бумаг, ставка доходности которых принимается как безрисковая составляющая расчета цены и доходности остальных ценных бумаг. Используемая для этих целей в настоящее время ставка рефинансирования Центрального банка, будучи инструментом управления денежной массой, не совсем точно характеризует уровень рисков в экономике. Поэтому, без выпуска в обращение государственных облигаций сформировать полноценный рынок бумаг невозможно.

Министерство финансов Республики Узбекистан с последние годы занимается вопросами эмиссии государственных облигаций под инвестиционные проекты. Однако, как показало общение со специалистами данного ведомства, примененный ими подход содержит ряд недостатков, которые могут негативно отразиться на экономике страны в целом и фондовом рынке в частности.

Самый главный недостаток – неувязанность ставок доходности по этим облигациям с доходностью инвестиционных проектов, под реализацию которых облигации выпускаются. Более того, доходность (или эффективность) инвестиционных проектов, сроки их реализации и окупаемости вложений ими даже не рассматривается. Специалисты ведомства решили выпустить государственные облигации сроком на 3 года под 12-13 % годовых. Выплату процентов и погашение облигации планируют осуществлять из бюджета на прямую, т.е. их даже не интересует под какие проекты выпускаются облигации. Но если учесть, что средняя рентабельность всех предприятий с

---

<sup>233</sup> Найман Э. -Л. Малая Энциклопедия Трейдера –К . ВИРА-Р Альфа Капитал, 1999. –236 с..ил. 134 – Библиогр -с. 221

государственным участием в республике составляет около 5 % в год, то даже человеку, не имеющему экономических знаний понятно, что кроме непроизводительных расходов из бюджета эта затея ничего не даст. Покрытие таких расходов будет осуществляться в ущерб расходам на социальные цели, что негативно отразится на экономике страны.

С другой стороны, государственные облигации с доходностью ниже ставки рефинансирования уже сами по себе не будут пользоваться особым спросом, и будут размещаться не по рыночным принципам, а в принудительном порядке. Если держателям этих облигаций будет предоставлено право свободной продажи этих ценных бумаг, то многие инвесторы постараются от них избавиться, что приведет к снижению их стоимости на рынке. Но, как отмечалось выше, снижение рыночной стоимости повышает доходность ценной бумаги. А это значит, что в данном случае возрастет размер безрисковой ставки доходности, в то время как для привлечения инвесторов на фондовый рынок желательно эту ставку снизить.

Эмиссия любой ценной бумаги должно основываться на знаниях рыночных законов ценообразования. Все нерыночные методы введения в обращение государственных ценных бумаг будут давать больше отрицательного эффекта, чем приносить пользы и углублять рыночные реформы.

Существенные резервы активизации деятельности фондового рынка скрыты в нем самом. В своем послании Олий Мажлису Президент Республики Узбекистан Ш.М. Мирзиёев привел следующие данные: «На сегодняшний день в нашей стране функционирует 603 акционерных общества, в 486 из которых государственная доля составляет 52 триллиона сумов. Высокий уровень государственного присутствия в топливно-энергетической, нефтегазовой, химической, транспортной, банковской, строительной сферах остается серьезной преградой для их развития на основе рыночных механизмов,

привлечения инвестиций»<sup>234</sup>.

Акции, находящиеся в государственной собственности, являются обездвиженными. Следовательно, из процесса обращения в Узбекистане на фондовом рынке выведено более 85 % акций.

В целях кардинального улучшения положения на фондовом рынке представляется целесообразным осуществить следующие мероприятия:

1. Расширить приватизацию и уменьшить долю государства в экономике, как самого неэффективного и беспечного собственника. Для этого нужно не просто снизить государственную долю в акционерных обществах. Будет правильнее полностью вывести из-под государственного контроля все отрасли не стратегического назначения и часть предприятий стратегических отраслей экономики.

Это, в свою очередь, предполагает, что должно быть разработано научно обоснованное определение стратегических отраслей и предприятий, а также критерии отнесения отраслей и предприятий к таковым. Только отвечающие этим критериям предприятия и отрасли должны быть в государственной собственности. В настоящее время, в виду отсутствия такого определения в республике используется перечень стратегических объектов, в который, при желании, можно включить любой объект.

В процессе приватизации, на наш взгляд, акционировать нужно, в первую очередь, наиболее конкурентоспособные отрасли и предприятия национальной экономики. При этом в расчет нужно принимать не фактическое их положение, а имеющийся в них потенциал.

2. Постепенное снижение количества акционерных обществ также снижает интерес к данному рынку. На начало 2000 годов в республике функционировало их около 5000. В настоящее время осталось менее 600.

По состоянию на начало 2020 года в республике функционирует только 131 акционерных обществ, в которых отсутствует доля государства. На начало

---

<sup>234</sup> Послание Президента Республики Узбекистан Олий Мажлису // <https://www.pv.uz/ru/news/poslanie-prezidenta-respubliki-uzbekistan-olij-mazhlisu>

2017 года их было 218, т.е. сокращаются акционерные общества не только с долей государства. Причин тому несколько. Во-первых, высокие требования к минимальному размеру уставного капитала (в настоящее время они существенно снижены). Во-вторых, очень большие затраты, связанные с обязательной аудиторской проверкой, соблюдением кодекса корпоративного управления и т.п. Поэтому, в настоящее время, акционерные общества являются самой невыгодной организационно-правовой формой деятельности.

Изучение нормативно-правовых документов по регулированию деятельности акционерных обществ наводит на мысль, что эти общества создаются для того, чтобы кормить целую армию прихлебателей, которые крутятся вокруг них. Главный интерес акционеров – доходность их вложений отведена на последнее место. Если не создать единые условия для всех форм собственности, трудно ожидать создания новых акционерных обществ без государственной доли.

3. Отсутствие экономической грамотности среди населения удерживает эту категорию инвесторов от вложения своих капиталов в ценные бумаги. Информация о доходности ценных бумаг представляется участникам рынка в усложненном виде, требующем нескольких математических действий. Например, большинство компаний указывают размер выплачиваемых дивидендов в процентах к номинальной стоимости акций. А для расчета доходности вложений в акции необходимо определить отношение суммы годовых дивидендов к стоимости приобретения этих акций. Все это сдерживало инвесторов от вложения средств.

4. Еще одной причиной, снижающей привлекательность фондового рынка для физических лиц, является осуществляемая в республике политика привлечения средств этой категории лиц на депозитные вклады. В то время, как по депозитным вкладам юридических лиц коммерческие банки выплачивают проценты в пределах ставки рефинансирования Центрального банка (около 15 % годовых), то срочные вклады (на 3-4 месяца) принимают от населения под 20 % годовых и выше. С учетом возможности реинвестирования вкладов их

доходность становится еще выше. Поэтому предлагается пересмотреть сложившуюся практику начисления процентов по вкладам в направлении обеспечения равных условий как для инвесторов, так и для финансовых институтов и рынков.

5. Негативное влияние на привлекательность рынка ценных бумаг оказывает ограниченность видов ценных бумаг, обращающихся на этом рынке.

В Узбекистане на фондовом рынке осуществляется торговля только двумя видами ценных бумаг: акциями и корпоративными облигациями. Другие виды ценных бумаг в обращении отсутствуют, т.к. не выпускались, за исключением банковских сертификатов, учет движения которых ведется Центральным банком республики, и, Центром по координации и развитию рынка ценных бумаг, судя по его данным, фактически не регулировались и не анализировались. Созданное Агентство по развитию рынка капиталов вообще аналитическую информацию не публикует.

6. Необходимо восстановить операции с векселями в Узбекистане, но для этого сначала следует проанализировать и выявить причины, по которым вексельное обращение себя не оправдало в 90-е годы. Серьезных исследований по этой теме в литературе нам не встречалось. По нашему мнению основной причиной был неправильный подход к выпуску векселей, которые будучи неэмиссионной ценной бумагой, выпускались как эмиссионные, т.е. обладали в пределах одного выпуска однородными признаками и реквизитами, размещались и обращались на основании единых для данного выпуска условиях. Фактором, обусловившим возникновение такой ситуации явилось несовершенство законодательства в то время (в законе «О ценных бумагах и фондовой бирже» не было градации ценных бумаг на эмиссионные и неэмиссионные).

#### **4.5. Пути улучшения деятельности кредитного и валютного рынков**

Необходимо отметить, что внедрение в республике рыночных механизмов



управления экономикой сдерживает несогласованность действий государственных органов управления. В частности, Центральный банк повышает ставку рефинансирования в целях сокращения денежной массы посредством понижения спроса на кредитные ресурсы (через рост стоимости кредита). В тоже время, правительство республики ведет активную политику кредитования субъектов предпринимательства, включая кредитование по льготным ставкам. Такое положение только увеличивает инфляцию, что ведет к росту цен.

Проведение денежно-кредитной политики без учета рыночных законов и закономерностей негативно скажется на состоянии национальной экономики, что проявится через дальнейшее падение курса национальной валюты. К сожалению, подобная тенденция начала наблюдаться в экономике Узбекистана в последние годы.

Если в республике не будут приниматься реальные меры по обеспечению сбалансированности и устойчивости национальной экономики, осуществляемые Центральным банком валютные интервенции и другие валютные вливания в экономику существенных результатов не дадут. В таких случаях в качестве рыночного инструмента регулирования возникнет необходимость повышения ставки рефинансирования или увеличения нормы обязательного резерва. Подтверждением обоснованности этих аргументов служит повышение Центральным банком Республики Узбекистан ставки рефинансирования с 24 сентября 2018 года до 16 % годовых. Но рост ставки рефинансирования может отпугнуть внешних инвесторов, поэтому Центральный банк республики избрал другой инструмент укрепления курса национальной валюты. В целях сдерживания агрессивного роста кредитов и снижения спроса на кредиты в национальной валюте была повышена годовая средневзвешенная процентная ставка по кредитам в национальной валюте с 22,6% в 2018 году до 24,8% в 2019 году<sup>235</sup>.

Однако такая политика принижает роль ставки рефинансирования, как

---

<sup>235</sup> Годовой отчет Центрального Банка Республики Узбекистан за 2019 год

основной ставки в экономике, что негативно скажется на состоянии остальных рынков, ориентированных на эту ставку. В первую очередь это затронет товарный рынок, где начнется рост цен, что приведет к росту курса доллара на валютном рынке. Причина заключается в том, что существует несколько видов процентных ставок (при этом в различных странах разные виды процентных ставок из этого перечня являются основными рычагами влияния на экономическую ситуацию):

- процентная ставка банка (interest rates) по кредитам представляет собой стоимость кредита для потребителя (процент выплачивается при возврате кредита);

- дисконтная ставка (discount rate) – это тоже стоимость кредита, но процент в данном случае вычитается от суммы кредита в момент его выдачи;

- учетная ставка (она же ставка рефинансирования (official discount rate, ODR)) – это ставка, по которой центральный банк кредитует коммерческие банки;

- ставка Repo rate (repurchase and sale agreement) применяется центральным банком в операциях с коммерческими банками и другими кредитными институтами при покупке (учете) государственных казначейских обязательств. Центробанк этим осуществляет регулирование рынка ссудных капиталов (Repo rate является основной ставкой, с помощью которой в Великобритании производится регулирование экономики);

- Federal Funds Rate – ставка федеральных фондов (ее также называют ставкой резервных фондов) США. Она сильно коррелирует с доходностью ценных бумаг;

- Ломбардная ставка (Lombard rate) представляет собой процентную ставку, применяемую центральным банком при выдаче кредитов коммерческим банкам под залог недвижимости, золотовалютных ценностей<sup>236</sup>.

Особого внимания заслуживают межбанковские ставки (Interbank rate) –

---

<sup>236</sup> Р.И. Каюмов, И.С. Хакимов, А.А. Рахимов. Методы анализа финансовых рынков. Учебное пособие. - Ташкент, ТГЭУ, 2007. – 381 с.

это ставки размещения и привлечения кредитов между банками, которые бывают двух видов:

- interbank offered rate – банк дает займы другому банку по этой ставке;
- interbank bid rate – банк привлекает средства других банков по этой ставке.

На практике вместо полного названия межбанковских ставок используют их сокращенное наименование, где первая (или две первые) буква этого сокращения обозначает финансовый центр. Например, London interbank offered rate – LIBOR, London interbank bid rate – LIBID, для Франкфурта-на-Майне – соответственно FIBOR и FIBID, а для Ташкента – UZIBOR и UZIBID.

Кроме того, необходимо различать ставки, применяемые при работе банков с клиентами:

- Deposit rate – ставки, по которым банки привлекают деньги на депозиты;
- Lending rate – ставки, по которым банки выдают кредиты клиентам.

Все эти ставки тесно взаимосвязаны между собой и зависят от величины ключевой ставки, т.е. их величина изменяется прямо пропорционально изменению ключевой ставки. Следовательно, если в экономике страны работают рыночные механизмы, а на кредитном рынке нашей республики они работают, то рост годовой средневзвешенной процентной ставки по кредитам в национальной валюте повлечет рост всех остальных процентных ставок, за исключением ставки рефинансирования, размер которой устанавливается в директивном порядке Центральным банком. 15 апреля 2020 года она была снижена до 15% годовых, с 11 сентября 2020 года составляет 14% годовых, т.е. снижается при росте остальных видов процентных ставок.

В частности, по данным Центрального банка, с января по ноябрь 2019 года средневзвешенные ставки депозитов выросли на два процентных пункта (с 17,4% до 19,3%). Для сравнения, в тот же период 2018 года ставки остались практически неизменными. Что касается наиболее доходных вкладов, то их ставка с начала прошлого года значительно выросла – на четыре процентных пункта. Если в январе 2019 года максимальная ставка составляла 22%, а в

среднем банки предлагали вклады с доходностью 18–20% годовых, то ситуация на начало этого года существенно поменялась. Сейчас ставки самых выгодных депозитов составляют 24%. При этом все банки, за исключением одного, предлагают вклады не ниже 20%<sup>237</sup>.

Средневзвешенная процентная ставка по операциям на межбанковском денежном рынке увеличилась с 14,7% в январе 2019 года до 17,5% в декабре. Этот показатель составлял 10,6% и 14,8% в соответствующих периодах 2018 года<sup>238</sup>.

Будучи оторванной от общей системы рыночных процентных ставок, ставка рефинансирования теряет свой смысл как инструмента регулирования экономики страны, и как ориентира в экономике для принятия инвестиционных решений и организации бизнеса. На практике она используется в Узбекистане при налогообложении ставка рефинансирования для расчета:

процентов на сумму отсроченной налоговой задолженности. Процентная ставка равна ставке рефинансирования (статья 100 НК);

процентов на сумму излишне взысканного налога. Процентная ставка равна ставке рефинансирования (статья 105 НК);

пени за каждый день просрочки исполнения обязательства по уплате налога. Процентная ставка пени равна одной трехсотой ставки рефинансирования от неуплаченной суммы налога (статья 110 НК);

дохода заёмщика от использования беспроцентного займа. Сумма дохода от полученного беспроцентного займа рассчитывается исходя из ставки рефинансирования (статья 299 НК)<sup>239</sup>.

Вместе с тем, согласно отчету Центрального банка в целях усовершенствования операционного механизма и приведения его в соответствие с режимом таргетирования инфляции, в декабре 2019 года Центральный банк ввел основную ставку и процентный коридор для денежно-кредитных операций.

---

<sup>237</sup> <https://www.spot.uz/ru/2020/01/08/deposit/>

<sup>238</sup> Годовой отчет Центрального Банка Республики Узбекистан за 2019 год

<sup>239</sup> <https://www.bss.uz/article/470-chto-takoe-stavka-refinansirovaniya-tsb-v-uzbekistane>

Основная операционная цель состоит в том, чтобы эффективно управлять процентными ставками межбанковского денежного рынка с помощью основной ставки Центрального банка и процентного коридора для денежно-кредитных операций, а также обеспечить, чтобы они находились в пределах установленного процентного коридора.

По мнению специалистов Центрального банка в отличие от ставки рефинансирования, которая является относительно узкой по своему охвату и в основном используется для выделения «кредитов рефинансирования» коммерческим банкам, основная процентная ставка позволяет проводить все виды операций с коммерческими банками по предоставлению ликвидности и изъятию избыточной ликвидности, по разным ставкам исходя из видов и сроков операций. В то же время все процентные ставки по операциям с ликвидностью и заимствованиям устанавливаются по отношению к основной процентной ставке – в пределах процентного коридора и изменяются в соответствии с изменением основной процентной ставки. С 1 января 2020 года в практику введена основная процентная ставка на уровне текущей ставки рефинансирования – 16%. Эта ставка служит основой для установления процентных ставок по денежно-кредитным операциям, осуществляемым Центральным банком.

В свою очередь, ставка рефинансирования Центрального банка останется в силе на практике и, как указано в законодательстве, а также в других случаях, ее размер будет равен основной ставке<sup>240</sup>.

Однако приведенные выше статистические данные показывают, что основная ставка и ставка рефинансирования пока двигаются в разных направлениях.

Согласно статье 3 Закона Республики Узбекистан «О Центральном банке Республики Узбекистан» главной целью Центрального банка является обеспечение стабильности национальной валюты. Однако в настоящее время наблюдается стабильное падение курса национальной валюты, что обусловлено

---

<sup>240</sup> Годовой отчет Центрального Банка Республики Узбекистан за 2019 год

инфляционными процессами, происходящими в экономике страны. Следовательно, Центральный банк республики является основным органом управления этими инфляционными процессами. Поэтому представляется целесообразным изучить возможности Центрального банка по регулированию инфляционных процессов.

Для этого необходимо рассмотреть виды инфляции по источникам их возникновения и оценить возможности Центрального банка оказывать на них воздействие. В настоящее время по данному принципу в научной литературе выделяют следующие виды инфляции, которые делятся на две группы:

А. Факторы, лежащие на стороне совокупного спроса (инфляция спроса). Механизм роста инфляции спроса характеризуется тем, что сначала увеличивается денежная масса, а затем – совокупный спрос. В эту группу входят:

1. Эмиссионная инфляция, возникает в тех случаях, когда государство прибегает к денежной эмиссии, увеличивая денежную массу сверх потребностей товарного обращения, для финансирования роста государственных расходов, а также вследствие чрезмерного расширения денежной массы за счёт массового кредитования, причём финансовый ресурс для кредитования берется не из сбережений, а из эмиссии необеспеченной валюты.

2. К инфляционному росту совокупного спроса приводит расширение государственного сектора, сопровождающееся увеличением заработной платы не в связи с ростом производительности труда, а для привлечения и поощрения государственных служащих и работников госпредприятий. К тому же, наращивание в экономике удельного веса продукции госсектора с фиксированными ценами на фоне увеличения номинального дохода работников также может стать инфляционным фактором. Сюда же можно отнести создание искусственных рабочих мест, необоснованное раздувание штатов, и наличие на предприятиях и организациях «мертвых душ».

3. М.В. Сафрончук включает в эту группу и финансирование военных

заказов и расширение военно- промышленного комплекса (ВПК): «Продукция этого сектора экономики специфична и не является объектом производственного и потребительского спроса. Сам же ВПК предъявляет спрос на рынке капитала, труда, а так же на рынке потребительских товаров и услуг. Создается давление на цены в сторону их повышения, так как деньги для оплаты военных заказов увеличивают денежную массу, не подкрепленную массой товарной»<sup>241</sup>.

4. Инфляция, вызванная временными лагами в процессе капитального строительства. На совокупный спрос может оказать и стимулирующая кредитно-денежная политика центрального банка в случае продажи облигаций государственных облигаций на реализацию инвестиционных проектов. Процентная ставка снизится за счет расширения денежной массы, а инвестиционные проекты реализуются через определенный лаг времени, за период которого и может произойти инфляционный всплеск.

Б. Факторы, лежащие на стороне совокупного предложения или инфляция издержек – происходит в результате сокращения совокупного предложения в связи с удорожанием издержек производства на единицу продукции. Механизм раскручивания инфляции издержек характеризуется тем, что первоначально в результате роста издержек повышается уровень цен, а лишь затем расширяется денежная масса. К этой группе относятся:

1. Монополия крупных фирм на определение цены и собственных издержек производства, особенно в сырьевых отраслях. В развитых странах сюда относят и монополию профсоюзов, которая ограничивает возможности рыночного механизма определять приемлемый для экономики уровень заработной платы. Значительная часть продукции в современном мире производится в отраслях с олигополистической структурой рынка. Все виды монополий и олигополий имеют возможность влиять на цены.

---

<sup>241</sup> Сафрончук М.В. Инфляция и антиинфляционная политика / М.В. Сафрончук // Курс экономической теории: учебник – 5-е исправленное, дополненное и переработанное издание. – Киров: АСА, 2004. – С. 552-583 // <https://mgimo.ru/upload/iblock/fc3/fc355a519e6c8181f1b13fe291725b17.pdf>

2. Инфляцию издержек может вызвать сдерживающая бюджетно-налоговая и кредитно-денежная политика правительства, во-первых, при наличии лага запаздывания в принятии решений и, во-вторых, в случае взаимоисключаемости целей экономической политики. В частности, если лаг принятия решений затянут, то сдерживающие инструменты, адекватные фазе пика, применяются к уже изменившейся ситуации, например, депрессии, требующей от правительства воздействия иного характера. В результате несвоевременное повышение налогов, пошлин на импортное сырье и промежуточную продукцию, ужесточение условий кредита и другие сдерживающие меры повысят издержки производства и могут привести к инфляции издержек.

3. Административное регулирование экономики. Частое изменение правовых норм, расплывчатость законодательства, усложнение и частое изменение процедур регистрации и отчетности фирм, усиление регламентации сфер предпринимательства, дробление лицензий, сокращение сроков их действия и т.д. Все это увеличивает административные издержки в частности и транзакционные издержки в целом, а значит, может привести к повышению уровня цен в стране и к сокращению производства.

4. Импортируемая инфляция. Под импортируемой понимается инфляция, проникающая в экономику страны из-за рубежа через цены иностранных товаров (как правило, при высокой доле импорта в совокупном предложении). Так, если в экономике страны широко используются в производстве импортируемые ресурсы (энергоносители и технология), то их резкое подорожание приведет к росту издержек внутри страны и к сокращению совокупного производства при одновременном росте цен.

Другой разновидностью импортируемой инфляции является высокий обменный курс. Завышенная стоимость национальной валюты дает дополнительный доход импортерам, невыгоден экспортерам и внутренним производителям. Постепенно приводит к снижению экспортного потенциала страны, что в свою очередь уменьшает приток иностранной валюты в страну,



которая выступает подкреплением курса национальной валюты.

5. Низкий обменный курс вызывает экспортируемую инфляцию. Заниженная стоимость национальной валюты невыгодна импортерам и внутренним потребителям. Это приводит к повышению цен на импортные товары и способствует усилению инфляции. С другой стороны, поощряет производителей и дает дополнительный доход экспортерам от вывоза товаров из страны, что приводит к сокращению предложения отечественных товаров внутри страны.

Кроме того, в Узбекистане источником инфляции является система торгов на валютной бирже, где торги иностранной валютой осуществляются по системе английского аукциона (кто больше заплатит), что автоматически снижает курс национальной валюты и ускоряет инфляционные процессы, т.к. наибольшую цену за иностранную валюту предложат компании, занимающиеся купле-продажей, а компании, осуществляющие производственную деятельность не могут конкурировать с коммерческими структурами.

Исходя из своих полномочий Центральный банк Республики Узбекистан в настоящее время может оказать воздействие на эмиссионную инфляцию; биржевой валютный курс; импортируемую и экспортируемую инфляцию в части установления оптимального валютного курса; отчасти на сдерживающую бюджетно-налоговую и кредитно-денежную политику правительства. Однако, как было показано выше, действия Центрального банка по установке официального курса валют и порядку организации торгов на валютной бирже больше дестабилизируют курс национальной валюты.

На остальные виды инфляции Центральный банк республики воздействовать не в состоянии, хотя монопольный рост цен является наиболее актуальной проблемой для стабилизации экономики страны.

Решение проблем «обуздания» инфляции и обеспечения стабильного курса национальной валюты видится в следующем:

1. Изменить существующий подход к организации биржевых валютных торгов и установить в стране эффективный обменный курс. На практике он

определяется как величина, близкая к рыночной, но скорее всего отличающаяся от нее в силу некоторых спекулятивных колебаний. По своей сути эффективный обменный курс является стратегическим соглашением между основными группами разных стран по поводу удовлетворения общих интересов.

2. При создании системы мегарегулирования предусмотреть в механизмах его функционирования инструменты воздействия на инфляционные процессы по источникам возникновения.

3. Внедрить в республике принцип, при котором инфляция – главный индикатор в регулировании монополий, предполагающий, что цены на товары монополистов, тарифы на газ и электроэнергию индексируются по показателю инфляции. Обычно за единицу расчета принимается уровень инфляции за предыдущий год.

«Де-юре этот принцип нигде не прописан, но де-факто он применяется и в России (замораживание тарифов в 1990-е), и в других странах (в 2012 г. в ответ на рецессию в ряде стран Европы были пересмотрены тарифы для возобновляемой энергетики)»<sup>242</sup>. В России с 2015 года тарифы на газ и на передачу электроэнергии начали проиндексировать по показателю прошлогодней инфляции. В результате в среднем за год рост тарифов оказался ниже уровня инфляции в предыдущем году.

В Узбекистане этот принцип необходимо распространить на монополистов, всю систему ЖКХ и поставщиков энергоресурсов. При этом в качестве критерия расчета индекса целесообразнее принять прогнозный уровень инфляции.

Для дальнейшего развития конкуренции на кредитном рынке целесообразно реализация следующих мер:

- совершенствование системы стимулирования создания физическими и юридическими лицами новых небанковских кредитных институтов, создание

---

<sup>242</sup> Порохова Н., Снитко Д. О роли пармезана в регулировании естественных монополий // <https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2014/11/26/o-parmezane-itarifah-monopolij>

фонда гарантирования вкладов физических и юридических лиц в небанковских кредитных организациях;

- создание условий для увеличения кредитных ресурсов микрокредитных организаций, в частности открытие им доступа к кредитным ресурсам Центрального банка и государственным внебюджетным фондам. Кредитами Центрального банка активно пользуются коммерческие банки. Так, только в 3 квартале 2017 года Центральным банком были выданы коммерческим банкам кредиты в размере 1,4 трлн. сум. Государственные внебюджетные фонды также заключают договора на использование своих ресурсов только с коммерческими банками. Например, Фондом содействия приватизированным предприятиям по состоянию на 01.07.2018г. заключены генеральные соглашения об открытии кредитной линии с Туронбанком, Узпромстройбанком, Хаклбанком, Асакабанком и Агробанком;

- создание на базе областных филиалов крупных банков самостоятельных юридических лиц в форме акционерно-коммерческого банка. При этом, контрольный пакет акций можно оставить в собственности головного банка, а остальные пакеты реализовать частным инвесторам на фондовом рынке. Преобразование филиалов в акционерно-коммерческие банки повысит самостоятельность банков, увеличит их количество на кредитном рынке и будет способствовать развитию конкуренции на кредитном и фондовом рынках. Представляется целесообразным ввести в законодательство понятие региональный банк (банк, зарегистрировавший офис и открывший свои структурные подразделения в границах одной области) и установить минимальные требования к размеру его уставного капитала на дату регистрации на уровне частных коммерческих банков;

- сокращение уровня участия государства в уставном фонде банков, расширение процессов приватизации государственных долей в коммерческих банках;

- рассмотрение возможности возобновления деятельности кредитных союзов, проведение комплексного анализа недостатков и упущений, имевших

место в их деятельности, разработка предложений по воссозданию этих организаций на новых условиях осуществления их деятельности;

- разработка проекта Закона «О небанковских кредитных организациях» на основе предложений Всемирного банка с учетом новых видов и участников микрофинансирования;

- определение уполномоченного государственного органа по координации и развитию деятельности лизинговых компаний (Центральный банк или Минфин).

#### **4.6. Пути улучшения деятельности страхового рынка и рынка производных финансовых инструментов**

Страховой рынок – составная часть финансового рынка страны. Развитие рынка страховых услуг в Узбекистане должно быть связано с расширением процессов глобализации и интеграции отраслей производства и финансовой сферы республики в международные рынки, ростом интенсификации производственной и коммерческой деятельности субъектов хозяйствования. Исследование мирового страхового рынка показало, что, будучи одной из составных частей мирового финансового рынка, он претерпевает серьезные изменения под влиянием процессов дерегулирования, либерализации и глобализации на современном этапе. Кроме того, страховой рынок, являясь важным сегментом экономики страны, оказывает на нее непосредственное влияние.

Прогнозирование направлений развития страхового рынка страны должно осуществляться с учетом происходящих процессов и наметившихся тенденций развития мирового страхового рынка. Для этого необходимо использовать опыт развитых стран, адаптируя его к отечественному страховому рынку. Это касается вопросов участия в целевом финансировании инвестиционных проектов, создания фондов поддержки защиты страхователей, налоговых льгот по долгосрочным инструментам страхования, возможности открытия

иностранного страхового рынка для страховых институтов Узбекистана, развития профессиональных участников и инфраструктуры страхового рынка. Однако, при этом необходимо решать вопросы обеспечения конкурентоспособности отечественных страховых институтов как на внешних, так и на внутренних рынках.

Как отметил генеральный директор New Frontier (Великобритания) Сердар Карлиев: «Так называемый insurance penetration rate (уровень проникновения страхования), который рассчитывается суммой всех страховых премий, поделенной на ВВП, глобально составляет 6,35%, в Узбекистане – всего 0,35%. Разрыв огромный»<sup>243</sup>. Он также добавил, что страховые премии на душу населения в мире равны 847 евро, в Узбекистане – 5 евро. Это говорит о низкой цене продукта. При этом у лидера списка – Гонконга – этот показатель составляет 7,5 тыс. евро. Похожий с Узбекистаном показатель (5 евро) у Нигерии. Это свидетельствует о низкой развитости страхового рынка и его неконкурентоспособности на внешних рынках.

Решение этого вопроса видится в следующем:

1. Увеличение размерных показателей (объемов и количества видов страховых услуг) на основе стимулирования спроса на страховые услуги и содействия повышению страховой грамотности населения и бизнеса. Это может быть достигнуто в первую очередь путем обеспечения гибкости системы предоставления страховых услуг, предполагающую отказ от стандартных пакетов услуг. Страховой рынок должен предоставлять услуги исходя из индивидуальных потребностей потребителей данной услуги. При этом должны учитываться вероятность наступления того или иного страхового случая с учетом внешних факторов и характеристик самого клиента. Размер страховой премии должен быть привязан к сумме страховки, а сумма страховки к рыночной стоимости объекта страхования и уровню доходов клиента.

---

<sup>243</sup> Что происходит на рынке страхования Узбекистана и куда он движется // <https://www.gazeta.uz/ru/2019/11/09/insurance/>

В частности, обязательная страховка (ОСГОВТС / ОСАГО), которую нужно продлевать каждый год, чтобы водить машину, страхует ответственность перед теми, кто может пострадать в случае ДТП по вашей вине стоит менее 60 тыс. сумов. Выплаты по такой страховке скромные – всего до 40 млн. сумов, из которых 65 % должны быть потрачены на медицинские расходы, а оставшиеся 35 % на ремонт авто. В случае серьёзного ДТП этих денег, конечно, не хватит и оставшуюся часть виновнику придётся возмещать самому. Следовательно, этот вид страхования носит формальный характер. Другим подтверждением этому служит установление единого тарифа для всех категорий водителя, что противоречит такой функции финансовой системы, как решение психологических проблем стимулирования.

Если рассмотреть добровольное страхование КАСКО, то оно предусматривает полную компенсацию убытков в случае наступления страхового случая, но, так как общая страховая сумма у КАСКО намного больше чем у ОСГОВТС, стоимость его оформления соответственно выше. В среднем в Узбекистане – это 2-4% от стоимости авто, что свидетельствует о явно завышенной сумме страховой премии. Хотя возможно, что высокая сумма премии объясняется тем этот вид страховки не получил большого распространения.

2. Преодоление структурных диспропорций за счет оптимизации соотношения обязательных и добровольных видов страхования в совокупных взносах и повышение эффективности работы систем обязательного страхования; развитие национального перестраховочного рынка. решение данного вопроса во многом зависит от эффективности реализации вышеприведенного предложения.

3. Развитие инфраструктуры страхового рынка. Рост количества профессиональных участников рынка – аджастеров, актуариев, сюрвейеров, ассистанс и других институтов инфраструктуры страхового рынка и повышение качества их работы является первостепенной задачей.

4. Повышение эффективности страховых организаций на основе конкуренции и транспарентности, что предполагает повышение уровня капитализации, платежеспособности и финансовой устойчивости профессиональных участников страхового рынка. Для этого страховым компаниям, в первую очередь, необходимо обеспечить прозрачность отчетности. Интеграции в международный финансовый рынок будет успешной только в том случае, если отечественные страховые компании будут конкурентоспособными на нем. Сама конкурентоспособность предполагает наличие достаточной прибыли и рентабельности для вхождения и удержания позиций на рынке. Однако Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 9 декабря 2020 года № 775 на страховые организации распространено действие Положения о критериях оценки эффективности деятельности акционерных обществ и других хозяйствующих субъектов с долей государства (далее – Положение), утвержденного Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан «О внедрении критериев оценки эффективности деятельности акционерных обществ и других хозяйствующих субъектов с долей государства» от 28 июля 2015 года № 207. Будучи абсолютно безграмотно разработанным документом, Положение устанавливает для хозяйствующих субъектов критерий эффективности по коэффициенту рентабельности активов 0,05 или 5 % в национальной валюте, что ниже не только ставки рефинансирования Центрального банка Республики Узбекистан (безрисковой ставки доходности – 14 %), но уровня годовой инфляции (11 %). А так как подавляющее большинство страховых компаний имеют государственную долю, то можно ожидать снижения эффективности их финансовой деятельности, как это произошло в деятельности производственных предприятий с 2016 года. Основные недостатки Положения освещены в литературе<sup>244</sup>. Более того, в Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 9 декабря 2020 года № 775 имеется опечатка,

---

<sup>244</sup> См. Каюмов Р.И. О необходимости совершенствования порядка расчета ключевых показателей эффективности деятельности предприятий с государственной долей в уставном фонде. // Илм-фан ва инновацион ривожланиш 2018 г. № 1, с. 36-41

устанавливающая коэффициент 0,05 в процентах. Если не принять данное Положение в новой редакции, трудно будет говорить о конкурентоспособности экономики республики в целом.

5. В качестве другого пути решения обозначенной выше проблемы можно предложить приватизацию страховых компаний с государственной долей. Это позволит продвигать страхование как метод управления рисками, привлечь иностранные инвестиции и технологии, создать новые квалифицированные рабочие места в отрасли, а также у населения появится больше выбора страховых продуктов, усилится конкуренция с государственными страховщиками. Вместе тем, подход к приватизации должен быть коренным образом изменен. Приватизация страховой компании «Кафолат», которая должна была стать «первой ласточкой», за примером которой последуют и другие, является условной, т.к. основными акционерами компании являются Инвестиционная компания АО «UzAssets», ООО «GENESIS INNOVATION», АО «Национальный банк ВЭД», ГП «Навоийский ГМК», АО «Алмалыкский ГМК», Акционерно-коммерческий «Алокабанк», Акционерно-коммерческий банк «Асака». Все эти акционеры являются хозяйствующими субъектами с существенной государственной долей в уставном капитале<sup>245</sup>.

6. Одной из новых тенденций на мировом рынке является внедрение риск-ориентированного подхода. Страховые компании оценивают не просто риски, связанные с премией, обязательствами страховой компании, но в то же время оценивают риски активов, кредитный, рыночный. Это позволяет более активно управлять капиталом страховой компании.

Этот тренд распространяется и на развивающиеся рынки, что обусловлено стремлением привлечь иностранных инвесторов, для которых риск-ориентированный подход с точки зрения управления капиталом является более понятным и дает больше возможности с точки зрения сопоставимости.

7. Создание системы саморегулирования в сфере страхования. Саморегулируемые организации (СРО) должны создаваться как

---

<sup>245</sup> [http://www.kafolat.uz/img/struct/21/\\_701/akcioneryi\\_kompanii.pdf](http://www.kafolat.uz/img/struct/21/_701/akcioneryi_kompanii.pdf)



негосударственные некоммерческие организации, объединяющие субъекты профессиональной деятельности определённого вида или субъекты предпринимательской деятельности, работающие в определённой отрасли производства товаров (работ, услуг). Основная идея создания саморегулируемых организаций – переложить контрольные и надзорные функции за деятельностью субъектов в определённой сфере с государства на самих участников рынка. Это снимет с государства избыточные функции и, как следствие, снизятся бюджетные расходы. В связи с внедрением института саморегулируемых организаций постепенно будет отменяться лицензирование отдельных видов деятельности, так как оно может осуществляться путем вступления в членство СРО.

Исходя из требований, предъявляемым к саморегулируемым организациям, и их основных функций, эти объединения хорошо впишутся в двухуровневую модель мегарегулирования в качестве регуляторов бизнес-поведения.

8. Усиление защиты прав потребителей страховых услуг и других субъектов. Нормативно-правовые документы по этим вопросам должны носить не декларативный характер, как это часто бывает, а иметь четкие механизмы обеспечения этой защиты. Другими словами, они должны быть нормативно-правовыми актами прямого действия и процессуальными.

Высказанные выше предложения являются взаимосвязанными или взаимовытекающими, их реализация предполагает совершенствование законодательства не только в сфере страховой деятельности, но и общегосударственном уровне.

Особое внимание в процессе совершенствования страхового рынка должно быть уделено его цифрализации. Определенные действия в этом направлении в республике уже осуществляются, но темпы и масштабы пока еще остаются недостаточными.

Кроме того, необходимо разработать комплексную программу по популяризации страхования и развитию страховой культуры, создать

механизмы повышения страховой и финансовой грамотности населения, совершенствовать систему подготовки специалистов страхового рынка.

Важным инструментом, обеспечивающим эффективное функционирование товарных и финансовых рынков, являются производные финансовые инструменты, использование которых позволяет управлять рисками по операциям на фондовом рынке. В условиях расширения объемов внешней торговли, открытия свободной конвертации валют, роста операций на всех биржах, на наш взгляд, настало время для создания рынка производных финансовых инструментов, как отдельного сегмента финансового рынка, обслуживающего остальные сегменты товарного и финансового рынка.

Серьезным фактором сдерживающим развитие отечественного срочного рынка является отсутствие четкого законодательства. Прежде следует отметить отсутствие специального закона о срочном рынке. Вместо него действуют разрозненные законы и подзаконные нормативные акты, регулирующие отдельные стороны срочного рынка. Вопросы формирования нормативной базы рынка производных финансовых инструментов обсуждаются постоянно, принимаются правительственные решения о его создании для отдельных рынков, но они не были реализованы, т.к. разработанных нормативных актах были обозначены лишь нормы, так или иначе определяющие сами инструменты на уровне общих понятий, но без их специфики обращения, требований к осуществлению операций и механизма снижения рисков.

Кроме того, много неясностей и в отношении определения производных финансовых инструментов, которые еще называют производные ценные бумаги. В принятых в республике законах дается только понятийный аппарат этого термина. В частности, в Законе Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» определено только что собой представляют производные ценных бумаг, указаны только два их вида: фьючерсы и опционы эмитента<sup>246</sup>. В Законе

---

<sup>246</sup> Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» // Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2008 г., № 29-30, ст. 278; 2009 г., № 39, ст. 423, № 50-51, ст. 531; 2013 г., № 1, ст. 1, № 18, ст. 233, № 41, ст. 543; 2014 г., № 4, ст. 45, № 20, ст. 222, № 36, ст. 452

Республики Узбекистан «О валютном регулировании» дано только понятие что такое производные финансовые инструменты, но больше нигде в тексте не упоминаются, виды не раскрываются<sup>247</sup>.

Только в Законе Республики Узбекистан «О биржах и биржевой деятельности» сказано, что на биржах могут совершаться сделки:

- купли и продажи реального товара, в том числе сделки с немедленной передачей или поставкой товара или с передачей документов на право собственности на товар;

- форвардные сделки, т. е. сделки купли и продажи реального товара с отсроченным сроком его поставки;

- фьючерсные сделки – сделки купли и продажи стандартных контрактов;

- опционные сделки – сделки купли и продажи прав на будущую покупку или продажу по установленной цене товаров или контрактов на поставку товаров;

- другие сделки купли и продажи товаров, контрактов или прав, предусмотренные правилами биржевой торговли.

Биржа, осуществляющая торговлю форвардными и фьючерсными контрактами и опционами, обязана гарантировать исполнение сделок через свои расчетные (клиринговые) центры<sup>248</sup>.

В Узбекистане необходимо осуществить фундаментальные исследования по выявлению факторов, вызвавших прекращение заключения срочных контрактов на товарно-сырьевой бирже, а так же причин по которым не удалось организовать обращение производных финансовых инструментов на валютном и фондовом рынках. На основе результатов исследования разработать научно обоснованные предложения по законодательному обеспечению функционирования этого сегмента финансового рынка.

---

<sup>247</sup> Закон Республики Узбекистан «О валютном регулировании» //Национальная база данных законодательства, 23.10.2019 г., № 03/19/573/3942; 23.01.2021 г., № 03/21/669/0060

<sup>248</sup> Закон Республики Узбекистан «О биржах и биржевой деятельности» // Ведомости Верховного Совета Республики Узбекистан, 1992 г., № 10, ст. 394; 1993 г., № 1, ст. 19; 1993 г., № 9, ст. 329; 1994 г., № 285, ст. 11-12; Ведомости Олий Мажлиса Республики Узбекистан, 1998 г., № 3, ст. 38; 1999 г., № 9, ст. 229)

Можно предположить, что основными факторами неразвитости рынка производных финансовых инструментов являются:

а) неразвитость рыночных отношений в республике, в результате чего не работают рыночные механизмы ценообразования;

б) превалирование административных методов управления и чрезмерное вмешательство государственных органов в деятельность рынков;

в) отсутствие четкой долгосрочной стратегии социально-экономического развития страны и, как следствие, основных макроэкономических прогнозных показателей.

## Заключение

Исследования научных работ по теории финансовых рынков позволили все подходы к раскрытию сущности данной категории разделить на четыре основные группы: определение сущности финансового рынка исходя толкования финансов как экономической категории; определение сущности финансового рынка исходя из объектов торговли на нем; определение сущности финансового рынка по его составу; определение сущности финансового рынка на основе его функций. Такой классификации мнений ученых по раскрытию сущности финансового рынка в научной литературе ранее не производилось.

Обобщая исследования, представленных в литературе взглядов на сущность финансовых рынков, авторы пришли к выводу, что финансовыми рынками являются рынки, на которых формируются и используются денежные фонды и другие ликвидные активы в форме финансовых инструментов с помощью определенной институциональной инфраструктуры, включающей специализированные финансовые институты. Другими словами, финансовые рынки – это рынки на которых преобладают финансовые отношения, где объектом купли-продажи являются денежные средства или близкие к ним по ликвидности активы, которые еще называют «приравненные к деньгам активы». Иначе говоря, на финансовых рынках производится обмен финансовыми активами.

Исходя из данного определения к финансовым рынкам относятся: валютные рынки (как внутренние, так и международные); рынки ценных бумаг; рынки золота, драгоценных металлов и камней; рынки ссудных капиталов; рынки производных финансовых инструментов; рынок пенсионных и страховых фондов. В работе доказана необоснованность отнесения к финансовым рынкам рынка капиталов, инвестиционного рынка и рынка недвижимости. Без правильного понимания сущности финансового рынка и его сегментов

невозможно разработать нормативно-правовые и методологические документы по его регулированию.

Изучение научной литературы, отечественного и зарубежного законодательства, показало, что в них дается только перечень услуг, которые относятся к финансовым, но отсутствует толкование самого понятия «финансовая услуга», которое бы полностью раскрывало особенности его сущности. На основе научной дискуссии и анализа объектов и субъектов финансового рынка авторы предлагают следующее определение финансовой услуги: финансовая услуга это услуга, оказываемая банками и другими кредитными, страховыми, лизинговыми и иными финансовыми организациями, а также услуга участников финансового рынка (включая услуги профессиональных участников рынка ценных бумаг, вспомогательные, консультационные и информационные услуги, оказываемые как самими финансовыми посредниками, так и другими лицами) и иная услуга, связанная с привлечением и (или) размещением денежных средств, исполнением сделок с другими финансовыми активами и обязательствами.

В доказано, что в условиях развитых рыночных отношений все сегменты финансового рынка между собой взаимосвязаны, изменение цен, влекущее изменение доходности активов на одних сегментах, так или иначе, отражается на ценах активов на других сегментах финансового рынка. На этом основании предложено степень взаимосвязанности финансовых рынков в той или иной стране использовать в качестве критерия уровня развитости рыночных отношений в этой стране.

Анализ состояния финансовых рынков показал низкую развитость на них конкурентных отношений, что обусловлено слабым уровнем развития фондового и страхового рынков, доминированием банковского сектора на кредитном и валютном рынках.

По результатам исследования дан комплекс предложений по дальнейшему развитию финансового рынка в целом и его сегментов в отдельности, а так же по путям расширения конкурентных отношений на них. Обоснован подход, на

основе которого должно совершенствоваться законодательство, формироваться инфраструктура сегментов финансового рынка.

## Список использованной литературы

1. Годовой отчет Центра по координации и контролю за рынком ценных бумаг при Госкомконкуренции Республики Узбекистан за 2017 год
2. Годовой отчет Центрального Банка Республики Узбекистан за 2017 год
3. Годовой отчет Центрального Банка Республики Узбекистан за 2019 год
4. Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» от 3 июня 2015 г., № ЗРУ-387 // Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2015 г., № 22
5. Закон Республики Узбекистан «О валютном регулировании» //Национальная база данных законодательства, 23.10.2019 г., № 03/19/573/3942; 23.01.2021 г., № 03/21/669/0060
6. Закон Республики Узбекистан «О биржах и биржевой деятельности» // Ведомости Верховного Совета Республики Узбекистан, 1992 г., № 10, ст. 394; 1993 г., № 1, ст. 19; 1993 г., № 9, ст. 329; 1994 г., № 285, ст. 11-12; Ведомости Олий Мажлиса Республики Узбекистан, 1998 г., № 3, ст. 38; 1999 г., № 9, ст. 229)
7. Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» // Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2008 г., № 29-30, ст. 278; 2009 г., № 39, ст. 423, № 50-51, ст. 531; 2013 г., № 1, ст. 1, № 18, ст. 233, № 41, ст. 543; 2014 г., № 4, ст. 45, № 20, ст. 222, № 36, ст. 452
8. Отчет Агентства по регулированию и надзору за страховой деятельностью в Республике Узбекистан за 2017 год.
9. Послание Президента Республики Узбекистан Олий Мажлису // <https://www.pv.uz/ru/news/poslanie-prezidenta-respubliki-uzbekistan-olij-mazhlisu>
10. Указ Президента Республики Узбекистан от 7 февраля 2017 года № УП-4947 «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан» // uza.uz



11. Baber G. The European Systemic Risk Board // The Company Lawyer. 2011. № 32(8).
12. International Financial Reporting Standards // Web: [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org)
13. International Investment Instruments: A Compendium. Volume I.- New York and Geneva: United Nations, 1996. P. 285 - 323. На русский язык оно официально переведено и опубликовано не было, но неофициальный перевод имеется в информационной базе «Международные правовые акты» СПС «Консультант Плюс».
14. Jagot Fazilat. Economy Finance and Financial Market // Management Prudence Journal, 4.1 (2013): 64-70 (IF: 0.876).
15. Jappelli, T. and M. Pagano (1994). Saving, growth, and liquidity constraints // Quarterly Journal of Economics 109, 83 – 109 (IF: 5.538)
16. Mankiw N. G. Principles of Economics, Sixth Edition. South-Western, Cengage Learning, 2012.
17. Porter M. From Competitive Advantage to Corporate Strategy <https://hbr.org/1987/05/from-competitive-advantage-to-corporate-strategy>
18. Shukla R., Sharma R. Challenges for money market in present saniro // International Journal of Management, IT and Engineering 2.10 (Oct 2012): 213-224 (IF: 0.987).
19. Snowdon P., Lovegrove S. The New European Supervisory Structure // Compliance Officer Bulletin. 2011.№ 83.
20. Stiglits J. E., Walsh C. E. Economics, Fourth Edition. W. W. Norton & Company, 2006.
21. Surbhi Jain and N.R. Bhanumurthy. Financial Markets and Integration in India // Asia-Pacific Development Journal, Vol. 12, No. 2, December 2005 (IF: 0.10).
22. Twin Peaks and the man the FSA forgot [Электронный ресурс]. - URL <https://www.compliancemonitor.com/uk-regulation/regulatory-structure/twin-peaks-and-the-man-the-fsa-forgot--1.htm>
23. Абрамова М.А., Александрова Л.С. Финансы и кредит: Вопросы и ответы.-М.: ИД // Юриспруденция. 2006.- (Серия Подготовка к экзамену)

24. Адамбекова А.А. Центральный банк страны как мегарегулятор финансового рынка.-//Деньги и Кредит, 2012, №10  
[http://www.cbr.ru/publ/moneyandcredit/adambekova\\_10\\_12.pdf](http://www.cbr.ru/publ/moneyandcredit/adambekova_10_12.pdf)
25. Азрилиян А.Н. «Большой экономический словарь». М. Фонд, 1995.
26. Алан Рот, Александр Захаров, Яков Миркин, Ричард Бернад, Петр Баренбойм, Бруксли Борн. Основы государственного регулирования финансового рынка. Зарубежный опыт. Учебное пособие для юридических и экономических вузов. М.: Юридический дом «Юстицинформ», 2002.
27. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. М.: Финансы и статистика, 1991 г.
28. Анализ финансовых рынков и торговля финансовыми активами. Сп. «Питер» 2005. – 205 с.
29. Антонов Н.П., Пессель М.А. Денежное обращение, кредит и банки: Учебник. –М.: ЮНИТИ, 2006-510с.
30. Аристова Е.В. Теоретические основы взаимосвязи сегментов финансового рынка России// Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук.
31. Асаул А. Н. и др. Основы бизнеса на рынке ценных бумаг. Учебник / - СПб.:, 2008. – 207 с.
32. Асаул А. Н., Севек В.К., Севек Р.М. Рынок ценных бумаг: учебник – Кызыл: ТывГУ, 2013. – 232 с.
33. Аскинадзи В.М. Рынок ценных бумаг. – Учебно-методический комплекс. – М., Изд. центр ЕАОИ, 2008. – 211 с.
34. Асмундсон И. Что такое финансовые услуги?//Finance & Development March 2011.
35. Бабашкина А М. Государственное регулирование национальной экономики: Учеб. пособие. — М.: Финансы и статистика, 2003.
36. Балабанов И. Т. Финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1997

37. Белых Л. П. Основы финансового рынка. 13 тем: Учебное пособие для вузов. М: Финансы; ЮНИТИ, 1999 г.
38. Беркович М.И., Осянин И.К. Рынок финансовых услуг: уточнение понятий. / [http://vestnik.kstu.edu.ru/Images/ArticleFile/Беркович\\_Рынок%20финансовых%20услуг.pdf](http://vestnik.kstu.edu.ru/Images/ArticleFile/Беркович_Рынок%20финансовых%20услуг.pdf)
39. Бернар И., Колли Ж.-К. Толковый экономический и финансовый словарь. Французская, русская, английская, немецкая, испанская терминология: в 2-х т. II Пер. с фр. – М.: Междунар. Отношения, 1994.
40. Билл Олет. Путеводитель предпринимателя. 24 конкретных шага от запуска до стабильного бизнеса./ Издательство: "Манн, Иванов и Фербер", — 2014. Оригинал (англ.): "Disciplined Entrepreneurship: 24 Steps to a Successful Startup" by Bill Aulet.
41. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. Киев: Ника-Центр, 1999.
42. Борисов Е. Ф. Экономическая теория: учебник для вузов. М. : Проспект, 2011.
43. Боровкова Вал. А., Боровкова Вик. А.. Рынок ценных бумаг: тесты и задачи. — СПб.: Питер. — 272 с. ил. — (Серия «Учебное пособие»), 2007.
44. Буданова А.В. Регуляторы финансового рынка. // <https://ecschoo1.hse.ru/data/2011/04/22/>
45. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие — М.: Федеративная Книготорговая Компания, 1998.
46. Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг. Учебник. – Ташкент: Консаудитинформ, 2001. – 472 с.
47. Вавулин Д. А., Симонов С. В. Центральный банк Российской Федерации как мегарегулятор российского финансового рынка // [http://www.fa.ru/fil/orel/science/documents/simonov\\_statya\\_4.pdf](http://www.fa.ru/fil/orel/science/documents/simonov_statya_4.pdf) 5 (581) – 2014

48. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. М.: Финансы и статистика, 1996.
49. Варламова М.А., Крутякова Ю.А. Шпаргалка по курсу «Финансы, денежное обращение и кредит»: Ответы на экзаменационные билеты.— М.: Аллель-2000, 2005.
50. Вечконов Г.С., Вечканова Г.Р., Пуляев В.Т.. Краткая экономическая энциклопедия. – СПб., ТОО ТК // Петрополис, 1998.
51. Войтов А. Г. Экономическая теория: учебник для вузов. М.: Дашков и К, 2012.
52. Всемирная история экономической мысли. Т.1 : От зарождения экономической мысли до первых теоретических систем политической экономии / под ред. И. П. Фаминского. М.: Мысль, 1987.
53. Всемирная история экономической мысли. Т.4: Теории социализма и капитализма в межвоенный период / под ред. В. В. Орешкина. 1990.
54. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: Учебник. — М.: ИНФРА-М. — 2007. — 379 с. — (100 лет РЭА им. Г.В. Плеханова).
55. Галицкая С.В. Деньги, Кредит, Финансы: Учебное пособие: 2-е изд. – М.: Эксмо, 2009.-735с.
56. Гвозденко А.А. Страхование : учеб. — М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2006. - 464 с.
57. Голодова Ж. Г. Финансы и кредит: Учеб. пособие. -М.: ИНФРА-М. 2012. - 448 с - (Учебники РУДН).
58. Гражданский кодекс Российской Федерации от 26.01.1996 №14-ФЗ.
59. Данилов Ю. Уютное кресло. К чему приведет создания мегарегулятора на базе ЦБ [Электронный ресурс] И Forbes. - 06.03.2013. - URL: <https://www.forbes.ru/mneniya-column/makroekonomika/235095-uyutnoe-kresno-k-chemu-privedet-sozdanie-megaregulyatora-na-baz>.
60. Джонсон С., Квак Дж. 13 банков, которые правят миром. В плену Уолл-стрит и в ожидании следующего финансового кризиса / Саймон Джонсон

и Джеймс Квак [пер. с англ. В. Егоров]. Предисловие В. Геращенко. – М.: Картера Пресс, 2014.

61. Дубянский А. Н. Культурный аспект ростовщичества и процента // Журнал институциональных исследований. 2012. № 4.

62. Ежемесячный информационный бюллетень АО РФБ «Тошкент». «Биржевое обозрение» по итогам 2016,2017 и 2019 годов// <https://www.uzse.uz/analytics>

63. Есипов В.Е., Маховикова Г.А. Ценообразование на финансовом рынке: Учебное пособие. СПб.: Питер, 2001.

64. Защита прав потребителей финансовых услуг / М.Д. Ефремова, В.С. Петрищев, С.А. Румянцев и др.; отв. ред. Ю.Б. Фогельсон. М.: Норма, Инфра-М, 2010.

65. Зви Боди, Роберт, К. Мертон Финансы: пер. с англ.: Уч. пос. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. – 592 с.

66. Зубко Н. М., Каллаур А. Н. Основы экономической теории: учебное пособие. Минск: Вышэйшая школа, 2011.

67. Интервью с Президентом Финансового университета при Правительстве РФ, Первым вице-президентом Международной гильдии финансистов, Президентом Аудиторской палаты России Аллой Грязновой // Депозитариум. 2013. № 1–2.

68. Кашанина Т. В. Корпоративное право – М.: НОРМА–ИНФРА • М, 1999.

69. Каюмов Р.И. О необходимости совершенствования порядка расчета ключевых показателей эффективности деятельности предприятий с государственной долей в уставном фонде. // Илм-фан ва инновацион ривожланиш 2018 г. № 1

70. Каюмов Р.И. Организация и финансирование инвестиций. Учебник для Вузов– Т.: Fanvatexnologiya, 2012.

71. Каюмов Р.И., Хакимов И.С., Рахимов А.А. Методы анализа финансовых рынков. Учебное пособие. - Ташкент, ТГЭУ, 2007. – 381 с.

72. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег: пер. с англ. М.: Гелиос АРВ, 1999.
73. Клишевич Н.Б. К49 Финансы организаций: менеджмент и анализ : учебное пособие / Н.Б. Клишевич. - М.: КНОРУС, 2012.
74. Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. М.: Финансы и статистика, 1996.
75. Ковалев В.В. Финансы. М:Прспект. – 2009 г.
76. Ковалева А.М. Финансы и кредит. — М.: Финансы и статистика 2005.
77. Когденко В.Г., Крашенинникова М.С. Анализ финансовых активов по данным консолидированной отчетности: Сайт: // <http://1fin.ru/?id=833>.
78. Коломиец Т.И. Деньги и банки: Учебное пособие. – Томск: Томский государственный университет, 2004. -228с.
79. Колочева, Влада Владимировна. Основы конкурентоспособности : учебное пособие / В. В. Колочева ; Министерство образования и науки Российской Федерации, Новосибирский государственный технический университет, [Факультет бизнеса]. - 2-е изд. перераб. и доп. - Новосибирск : Новосибирский гос. технический ун-т, 2016.
80. Кончина мегарегулятора за рубежом и его рождение в России. Сайт ежедневной деловой газеты РБК daily // <http://www.rbcdaily.ru/finance/opinion/562949980139170>
81. Котляров М.А. Регулирование деятельности микрофинансовых организаций на российском рынке [Текст] // Финансы и кредит. – 2009г.- №35.
82. Котляров М.А. Рынок недвижимости в системе обеспечения финансовой стабильности Центральным банком РФ. / Издательский дом ФИНАНСЫ И КРЕДИТ, 2015. // <http://www.fin-izdat.ru/journal/fa/>
83. Красавина Л.Н. «Международные валютно-кредитные и финансовые отношения». М.: «Финансы и статистика» 2003.
84. Кузнецова Е.И. Финансы. Денежное обращение. Кредит: учеб.пособие для студентов вузов, обучающихся по направлениям экономики и менеджмента / Е.И. Кузнецова. — ЮНИТИ - ДАНА, 2012.

85. Кузнецова Н.С., Назарчук И.Р. Рынок ценных бумаг в Украине: правовые основы формирования и функционирования. – К.: Юринком Интер, 1998.
86. Литовских А.М., Шевченко И.К. Финансы, денежное обращение и кредит/ Учебное пособие. Таганрог: Изд-во ТРТУ, 2003.
87. Лифицем М. и Ковылиной О. Сегментирование рынка по конкурентам// <http://www.mainmarketing.ru/mcob->
88. Львов Ю.И. Банки и финансовый рынок. СПб.: Культ-Информ Пресс, 1995.
89. Максим Шилин. Сегментация рынка. Критерии, признаки и принципы сегментации рынка // [http://www.financial-lawyer.ru/newsbox/business\\_plan/141-530446.html](http://www.financial-lawyer.ru/newsbox/business_plan/141-530446.html)
90. Маркс К., Энгельс Ф. Сочинения. Т. 21.
91. Матлин А.М.. Деньги, банки, финансовые рынки. УМК для слушателей ФФБ АНХ при Правительстве РФ.. 2010// Economy-Ru.com
92. Мегарегулятор: взаимодействие с кредитными организациями и финансовыми рынками / Под ред. д-ра экон. наук, проф. Г. Н. Белоглазовой, д-ра экон. наук, проф. Н. П. Радковской. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2014.
93. Мегарегулятор: зарубежный опыт. Проблемы и перспективы создания мегарегулятора в России А. С. Романенко, Н.А. Гринёва / [dSPACE.BSU.EDU.RU/bitstream/123456789/12767/1/Romanenko\\_Megaregulyator.pdf](http://dSPACE.BSU.EDU.RU/bitstream/123456789/12767/1/Romanenko_Megaregulyator.pdf) автор: АС Романенко - 2013.
94. Методы сегментации рынка // <http://center-yf.ru/data/Marketologu/Metody-segmentacii-rynka.php>
95. Милль Дж. С. Основы политической экономии: пер. с англ. М. : Прогресс, 1980.
96. Мишарев А. А. Рынок ценных бумаг. - СПб.: Питер, 2007. ил. — (Серия Учебное пособие).
97. Найман Э. -Л. Малая Энциклопедия Трейдера —К . ВИРА-Р Альфа Капитал, 1999. —236 с..ил. 134 — Библиогр.

98. Норс Д. Очерки о торговле, трактующие главным образом вопросы о процентах, чеканке, обрезе, увеличении денег // Меркантилизм. Л. 1935.

99. Ольсевич Ю. Я. Методологические основы современных теорий финансовых рынков. Научный доклад. М.: Институт экономики РАН, 2009.

100. Подкатилова Е.В. Рынок финансовых услуг и его место в структуре финансового рынка // Нефтегазовое дело, 2006 <http://www.ogbus.ru>

101. Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг (утв. Банком России 30.12.2014 N 454-П) (ред. от 01.04.2016) (Зарегистрировано в Минюсте России 12.02.2015 N 35989).

102. Попов А. И. Экономическая теория : учебник для вузов. СПб.: Питер Пресс, 2006.

103. Порохова Н., Снитко Д. О роли пармезана в регулировании естественных монополий // <https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2014/11/26/o-parmezane-itarifah-monopolij>

104. Принципы и методы сегментации рынка // <https://works.doklad.ru/view/>

105. Просветов Г.И. Ценные бумаги: Задачи и решения. 2-е изд., доп. – М.: 2008.

106. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б./ Современный экономический словарь. – 2-е изд., испр. М.: ИНФРА-М, 1999.

107. Розенберг Дж.М. Инвестиции: Терминологический словарь. – М.: ИНФРА-М, 1997. – (Библиотека словарей ИНФРА-М).

108. Роуз, Питер С. Банковский менеджмент. Предоставление финансовых услуг: Учебник : Пер.с англ. / Питер С. Роуз. – М. : Дело, 1995. – 743с.

109. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.

110. Рынок недвижимости в системе обеспечения финансовой стабильности Центральным банком РФ / <http://www.fin-izdat.ru/journal/fa/>

111. Рынок финансовых услуг – Ходаківська // <http://lybs.ru/index-10543.htm>



112. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учебное пособие / Под ред. В. С. Торкановского. СПб.: АО «Комплект», 1994.

113. Рынок ценных бумаг. Учебник / Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 448 с.

114. Сакс Дж., Ларрен Б. Макроэкономика. Глобальный подход. М: Дело, 1996.

115. Сафрончук М.В. Инфляция и антиинфляционная политика / М.В. Сафрончук // Курс экономической теории: учебник – 5-е исправленное, дополненное и переработанное издание. – Киров: АСА, 2004. – С. 552-583 // <https://mgimo.ru/upload/iblock/fc3/fc355a519e6c8181f1b13fe291725b17.pdf>

116. Свиридов О.Ю. Финансы, денежное обращение, кредит: 100 экзаменационных ответов. Изд. 2-е, переработанное. — М.: ИКЦ «МарТ»; Ростов н/Д: Издательский центр «МарТ», 2006.'— 208 с.

117. Семилютина Н.Г. Формирование правовой модели российского рынка финансовых услуг: автореферат дисс. ... докт. юрид. наук 12.00.03 – М., 2005. Для экономии места текст Н.Г. Семилютиной немного сокращен, но изложен с полным сохранением смысла.

118. Соглашение о партнерстве и сотрудничестве, учреждающее партнерство между Российской Федерацией, с одной стороны и европейскими сообществами и их государствами-членами с другой стороны // СЗ 1998, №16, ст.1802.

119. Страхование. Современный курс» /Под ред. д.э.н., проф. Е.В. Коломина – М.: «Финансы и статистика», 2006 г. - 211 с.

120. Страхование право: учебник для студентов вузов, обучающихся по специальностям «Юриспруденция», «Финансы и кредит » / под ред. В.В. Шахова, В.Н. Григорьева, А.Н. Кузбагарова. - 4-е изд., перераб. и доп. - М.: ЮНИТИ-ДАНА: Закон и право, 2011. - 399 с. - (Серия «Dura lex, sed lex»).

121. Технологии берут на себя рутинную работу, а клиенты предпочитают онлайн-обслуживание //

<https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/04/24/687027-banki-ssha-velikobritanii>

122. Тихонов, А. Финансовый рынок как рефлексивная система / А. Тихонов // Банковский вестник. - 2011. - № 28.

123. Трошин А.Н. Финансы и кредит [Электронный ресурс] - Режим доступа: <http://www.be5.biz/ekonomika/f006/index.htm/> - Дата доступа: 08.07.2013

124. Учебник: Экономика недвижимости // <http://uchebnik.biz/book/576-yekonomika-nedvizhimostishpargalki/6-7-rynok-nedvizhimosti-kak-chast-finansovogo-rynka.html>

125. ФЗ от 23.07.2013г. ФЗ № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ в связи с передачей ЦБ РФ полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков».

126. Финансирование недвижимости и риски рынка недвижимости. // [http://studopedia.ru/1\\_81805\\_finansirovanie-nedvizhimosti-i-riski-rynka-nedvizhimosti.html](http://studopedia.ru/1_81805_finansirovanie-nedvizhimosti-i-riski-rynka-nedvizhimosti.html)

127. Финансово-кредитный словарь. Под общ. ред. А.Г. Грязновой – М.: Финансы и статистика, 2004-1168с.

128. Финансы и кредит : учебное пособие / коллектив авторов ; под ред. О.И. Лаврушина. - 3-е изд., перераб. и доп. - М. : КНОРУС, 2012. -320 с. — (Среднее профессиональное образование).

129. Финансы, деньги, кредит: Учеб./под ред. Соколовой О.В. - М.: Юристъ, 2008. - 784 с.

130. Финансы, налоги, кредит: Учеб./под ред. Емельянова А.М. - М.: РАГС, 2008. - 546 с.

131. Финансы: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, Е.В. Маркиной. – М.: Финансы и статистика, 2004.

132. Финансы: Учебник / Под ред. В. В. Ковалева. М.: ПБОЮЛ М. А. Захаров, 2001.

133. Финансы: Учебник / Под ред. проф. С. И. Лушина, проф. В. А. Слепова. – Ф 991 М.: Изд-во Рос.экон. акад., 2000.
134. Финансы: учебник для бакалавров / под ред. М. В. Романовского, О. В. Врублевской. — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: Издательство Юрайт ; ИД Юрайт, 2012. — Серия : Бакалавр. Углубленный курс.
135. Финансы: учебное пособие для вузов / под ред. Н. Ф. Самсонова. М.: Высшее образование, 2009.
136. Фогельсон Ю.Б. К вопросу о понятии «финансовые услуги»// <https://www.hse.ru/pubs/share/direct/document/67113368>
137. Хандруев А. В поисках здравого мегарегулирования // <http://bosfera.ru/bo/v-poiskah-megaregulirovaniya>.
138. Ходаківська В.П. Экономическая сущность финансового рынка и методологические подходы к анализу механизма его территориальной организации. - Ирпень: УФЕИ, - 1997 г.
139. Хрестоматия по экономической теории/ сост. Е. Ф. Борисов. М.: Юристъ, 1997.
140. Хруцкий В.З. Сегментация рынка по основным конкурентам// <http://economics-lib.ru/books/item>
141. Ценообразование на финансовом рынке: Учебное пособие. / Под ред. В. Е. Есипова. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1998.
142. Чеботарь Ю.М. Финансы и финансовые рынки : Полный курс МВД / Ю. М. Чеботарь. — М. : Рил Групп. 2011 г. — (Российское бизнес-образование).
143. Что происходит на рынке страхования Узбекистана и куда он движется // <https://www.gazeta.uz/ru/2019/11/09/insurance/>
144. Шелопаев Ф. М. Финансы, денежное обращение и кредит.: конспект лекций. — М.: Юрайт-Издат, 2007.
145. Экономическая история мира: в 6 томах. Т.3/ под ред. М. В. Конотопова. М.: КноРус, 2008.

146. Экономический словарь / А. И. Архипов [и др.]; отв. ред. А. И. Архипов. — 2-е изд., перераб. и доп. — Москва.: Проспект, 2013.

147. Юсуфов М.Ю. Специфические особенности современного рынка недвижимости. // <http://www.rpre.ru/wp-content/uploads/2010/02/yusufov-myu.pdf>  
автор: М.Ю. Юсуфов.

### **Интернет сайты**

1. <http://activeinvestor.pro/>
2. <http://bezpeka.info/finance/21-osnovnye-vidy-finansovyh-rynkov.html>
3. <http://center-yf.ru/>
4. <http://center-yf.ru/data/economy/Vidy-rynkov.php>.
5. <http://finedstud.ru/otvety-k-ekzameni-po-finansam/204-xarakteristika-finansovyx-aktivov-organizacii-principy-ix.html>
6. <http://mir-fin.ru/akzii.html>
7. <http://portfinance.ru/rynok-1.html>
8. <http://studfiles.net>
9. <http://u3a.socialprojectspb.ru/instryment.html>
10. <http://www.consensus-audit.ru/service/yuridicheskie-uslugi/>
11. <http://www.elsavdo.uz/>
12. [http://www.kafolat.uz/img/struct/21/\\_701/akcioneryi\\_kompanii.pdf](http://www.kafolat.uz/img/struct/21/_701/akcioneryi_kompanii.pdf)
13. <http://www11.narod.ru/065.htm>
14. [https://lib.herzen.spb.ru/media/magazines/contents/1/26\(60\)/karavayeva\\_26\\_60\\_122\\_127.pdf](https://lib.herzen.spb.ru/media/magazines/contents/1/26(60)/karavayeva_26_60_122_127.pdf)
15. [https://ru.wikipedia.org/wiki/Финансовый\\_инструмент](https://ru.wikipedia.org/wiki/Финансовый_инструмент)
16. [https://studbooks.net/1575454/finansy/teoreticheskie\\_osnovy\\_finansovogo\\_rynka\\_struktura](https://studbooks.net/1575454/finansy/teoreticheskie_osnovy_finansovogo_rynka_struktura)
17. <https://works.doklad.ru/view/1SX7KYZVRK4/all.html>
18. [https://works.doklad.ru/view/2AX\\_48KkqNU.html](https://works.doklad.ru/view/2AX_48KkqNU.html)
19. <https://www.bss.uz/article/470-что-такое-ставка-рефинансирования-в-узбекистане>

20. <https://www.fxclub.org>
21. [https://www.norma.uz/novoe\\_v\\_zakonodatelstve](https://www.norma.uz/novoe_v_zakonodatelstve)
22. <https://www.spot.uz/ru/2020/01/08/deposit/>
23. <https://www.uzse.uz/analytics>

**Каюмов Равшан Исмаилович, к.э.н.**  
**Валижонов Акмалжон Рахимович, к.э.н.**  
**Хотамов Ибодулло Садуллоевич, к.э.н., доцент**  
**Мадаминов Ферузбек Улугбекович**

# **Развитие конкуренции на финансовых рынках Узбекистана**

## ***МОНОГРАФИЯ***

*Редактор:* Ш.Кушербаева  
*Тех.редактор:* А.Мойдинов  
*Художник:* А.Шушунов  
*Корректор:* Ш.Миркасимова  
*Компьютерная  
вёрстка:* М.Зойирова

*E-mail:* [nashr2019@inbox.ru](mailto:nashr2019@inbox.ru)

*Изд.лиц. 3226-275f-3128-7d30-5c28-4094-7907,08.10.2020.*  
*Разрешено в печать 07.04.2021.*  
*Формат 60x84 1/16. Гарнитура «Times New Roman»*  
*Офсетная печать. Усл. Печ.л. 18,0. Изд. Печ.л. 17,75.*  
*Тираж 100. Заказ № 20.*

*Отпечатано в типографии «Инновацион ривожланиши  
нашириёт-матбаа уйи» . 100174, г. Ташкент, ул.  
Университетская, 7.*