

В диссертационный совет 6D.KOA-014 при  
Таджикском государственном финансово - экономическом  
университете (734067, г. Душанбе, ул. Нахимова 64/14)

### **ОТЗЫВ**

**официального оппонента, доктора экономических наук, профессора Ризокулова Туракула Рабимкуловича на диссертационную работу Азизова Сафарджона Ахмедшоевича на тему «Эффективные методы регулирования финансового рынка (на примере Республики Таджикистан)», представленную к защите на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит.**

#### **Соответствии диссертации Паспорту специальностей, утвержденному ВАК при Президенте Республики Таджикистан**

Диссертационная работа, выполненная Азизовым Сафарджоном Ахмедшоевичем на тему «Эффективные методы регулирования финансового рынка (на примере Республики Таджикистан)», соответствует Паспорту специальностей ВАК при Президенте Республики Таджикистан по научному направлению 08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит; пунктам: 6.12. Регулирование внутреннего валютного рынка и влияние денежно-кредитной политики на устойчивость валютного курса национальной валюты, процесс долларизации внутреннего рынка и состояние платежно-расчетной системы национальной экономики; 10.7. Повышение эффективности деятельности банков с государственным участием, банков с иностранным участием, а также региональных банков; 11.3. Критерии и методы повышения эффективности денежно-кредитной политики; 11.6. Методы регулирования денежного кредитного обращения; 11.7. Государственное регулирование кредитно-финансовых институтов.

#### **Актуальность темы исследования**

Развитость финансового рынка в национальной экономике отдельных стран является важной предпосылкой усиления интеграционного процесса в мировое экономическое сообщество. Одновременно с этим, финансовые рынки посредством перераспределения денежных ресурсов в экономике выступают важным рычагом регулирования экономического развития страны.

В широком смысле слова регулирование финансового рынка представляет собой синтез политико-экономического, институционального и правового аспектов в деятельности государства.

В годы суверенитета в экономике Таджикистана возник вначале институт банков как основной компонент финансовых рынков, и лишь потом возникли другие институты, в частности страховые и фондовые рынки. Деятельность институтов государственной власти не всегда носит конструктивный характер: противостояние государственных ведомств, дублирование функций друг друга, принятие нормативных актов, которые не могут быть исполнены по причине их противоречия действующим законам и нормативным актам других регулирующих ведомств.

В годы реализации рыночных реформ из-за хронического характера инфляционных процессов, непредсказуемости изменений в валютно-финансовых отношениях, а также из-за нестабильности функционирования самих финансовых институтов, пока в национальной экономике сохраняется потеря к ним доверия субъектов экономики. Финансовый рынок в целом в том виде, в котором он существует, пока еще не оправдал надежд стратегически важных отраслей экономики.

Действительно, при современной интеграции Таджикистана в единое мировое экономическое пространство большое значение приобретает развитость оказания услуг на финансовом рынке, в частности содержание банковских услуг, услуг на рынке ценных бумаг и на страховом рынке. Участников этого рынка в каждой отдельной стране объединяет использование аналогичных методов, единообразной терминологии, идентичной нормативной базы и органов государственного регулирования, регламентирующих их деятельность.

Происходящие в мире изменения требуют формирования в Таджикистане национального рынка финансовых услуг как единой системы законодательного, информационного и инфраструктурного обеспечения участников этого рынка. В значительной степени от того, насколько развит и работоспособен финансовый рынок, зависит развитие других секторов экономики.

Отечественный финансовый рынок в современных условиях еще недостаточно развит, говоря иначе, еще не достиг относительно высокого уровня развития, в частности финансовых институтов, мобилизующих и организующих финансовые ресурсы: фондовых, сберегательных и страховых компаний. Это способствует поиску новых подходов к интеграции разрозненных сегментов и органов их регулирования в финансовой сфере как единого эволюционирующего механизма. С этой позиции исследование процесса совершенствования всего арсенала

инструментов регулирования финансового рынка с целью повышения его устойчивости становится актуальным с точки зрения теории и практики.

На основе отмеченного следует подчеркнуть, что диссертация соискателя Азизова Сафарджона Ахмедшоевича является актуальной, своевременной и вызывает огромный научный интерес, поскольку посвящена исследованию эффективных методов регулирования финансового рынка в национальной экономике как составного элемента экономической стратегии развития Таджикистана. Предложенные в диссертации научные положения могут быть применены соответствующими органами государственной власти при управлении финансовой системой в перспективе.

**Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций диссертации** обусловлена тем, что на основе систематизации фундаментальных научных концепций, теорий и положений, разработанных общепризнанными зарубежными и отечественными учеными, внесен авторский вклад в развитие финансового рынка в национальной экономике, в частности в выявление эффективной системы его регулирования, в развитие теории финансового рынка, концепции государственного воздействия на его отдельные сегменты. Также разработаны и предложены меры по совершенствованию государственного регулирования функционирования финансового рынка страны в современных непредсказуемых условиях развития мирового хозяйства.

Для обоснования разработанных положений применена обширная информация, представленная в статистических отчетах Министерства финансов Республики Таджикистан, Национального банка Таджикистана, Министерства экономического развития и торговли Республики Таджикистан, а также статистические данные Агентства по статистике при Президенте Республики Таджикистан, подтверждающие состояние и развитие отдельных сегментов финансовой системы страны. При выполнении диссертации использованы методы системного подхода, научной абстракции, структурно-функционального и сравнительного анализа, анализа и синтеза, индукции и дедукции, статистический и историко-логический подходы. Обоснованность научных положений, выводов и обобщений, содержащихся в диссертационной работе, подтверждается также применением экономико-математического метода исследования процессов на финансовых рынках и их составных элементов,

апробации результатов работы путем их публикации в открытой печати, на научно – практических конференциях и возможностью их использования для развития теории и практики по регулированию данного рынка.

**Достоверность и научная новизна диссертации** заключаются в обогащении и развитии научных положений существующих теоретических концепций исследования финансового рынка в разрезе отдельных национальных экономик, в научном обосновании методов эффективного регулирования всех сегментов финансового рынка, в выявлении проблем в системе развития всех составляющих компонентов финансового рынка, в разработке научных подходов к совершенствованию механизмов воздействия на сферу развития финансового рынка.

В диссертации исследовано социально-экономическое содержание финансового рынка в системе национальной экономики Республики Таджикистан, а также современные методы регулирования финансового рынка, включающие государственное регулирование и саморегулирование, на основе чего предложен авторский подход, направленный на обоснование научно-теоретических и методологических форм регулирования финансового рынка.

Проанализированы показатели и критерии классификация сегментов финансового рынка в Республике Таджикистан, на основе чего доказана целесообразность классификации на основе следующих критериев: во-первых, зависящих от содержания обращающихся финансовых активов; во-вторых, в зависимости от периода обращения; в-третьих, от организационно-правовых форм функционирования субъектов финансового рынка.

Произведен анализ коэффициентов, позволяющих оценить устойчивость финансово-кредитных учреждений, действующих на территории Республики Таджикистан, с учетом сравнения их показателей с нормативными значениями, приведенными в теоретических работах, на основе которого доказано, что эффективность может быть достигнута только при формировании системы управления, ориентированной на конечный результат, прежде всего – на качество оказываемых услуг.

Дана оценка различных существующих форм регулирования финансового рынка, на основе которых обосновано усиление саморегулирующихся функций финансового рынка, доказана его роль в социально-экономическом развитии Таджикистана, на основе чего установлено, что сегодня финансовый рынок играет существенную роль в

развитии интеграционных процессов в Таджикистане.

Выявлена необходимость совершенствования государственных функций управления инструментами регулирования финансового рынка в обеспечении экономического роста в Таджикистане, проанализированы направления государственной поддержки. Обоснованы основные направления совершенствования системы управления финансовым рынком, в частности обосновано использование российского опыта в функционировании организаций финансового рынка в национальной экономике.

### **Содержание работы. Положительные стороны и недостатки**

Рецензируемая диссертация состоит из списка сокращений, введения, трех глав, заключения, рекомендаций по практическому использованию результатов исследования, списка использованной литературы. Диссертационная работа содержит 168 страниц компьютерного текста, 9 рисунков, 16 таблиц и 8 диаграмм.

**В первой главе – «Теоретические основы исследования методов регулирования финансового рынка»** - исследованы теоретические основы и концепции, а также эволюция форм и методов регулирования финансового рынка, выявлены страновые особенности методов регулирования сегментов финансового рынка (с. 14 - 61).

В первом параграфе обобщены научные подходы к сущности понятий «финансовый рынок», «классификация финансовых рынков», «методы регулирования финансового рынка», разработанные отечественными и зарубежными учеными. Преимуществом здесь является то, что особое внимание уделено трудам отечественных ученых, что позволило придать исследованию новое качество. В частности обращено внимание на дефиниции, предложенные отечественными учеными З.С. Султоновым, Р.К. Рахимовым, Б.М. Шариповым и другими. Обоснована необходимость использования комплексного подхода к управлению финансовым рынком. В частности он отмечает, что фундаментом для регулирования финансового рынка являются синтез теории современного кейнсианства, монетаризма и неоклассических представлений о роли денег в экономике, учения перечисленных выше экономических школ (с. 14-29).

Обосновано, что сегодня предпочитают две основные модели регулирования финансового рынка: первая – секторально-институциональная модель (регулирующие органы, надзор за деятельностью финансовых институтов), и вторая – функционально-

целевая модель (эта модель является целевой и предусматривает нормативное и пруденциальное регулирование) (с. 31-34).

Автор справедливо отмечает: «Финансовый рынок очень чувствителен к изменениям внешних и внутренних факторов независимо от положительных или отрицательных изменений. Изменения оказывают ощутимое влияние на процентные ставки, валютные курсы, что является риском для всех участников данного рынка» (с. 38).

В системе методов управления финансовым рынком автор особо подчеркивает важность управления рисками. Он считает, что управление кредитными, инвестиционными, процентными и другими рисками является основной целью финансового регулирования, поскольку направлено на «поддержание финансовой стабильности, обеспечение экономического роста и движение капитала, прогнозирование финансовых кризисов, создание справедливой конкуренции на рынке, защиту интересов экономических агентов и экономической безопасности» (с.39).

Автор обосновывает: «Рынок ценных бумаг является одним из основных сегментов финансового рынка .... Регулирование рынка ценных бумаг предусматривает достижение следующих целей: защиту интересов инвесторов и участников рынка ценных бумаг, обеспечение открытости и прозрачности выполняемых операций с ценными бумагами и эффективности функционирования данного рынка, установление правил торговли, а также сокращение рисков операций с продуктами рынка ценных бумаг» (с.55-57).

На основе обобщения теоретических и практических данных автор утверждает, что в Республике Таджикистан основным органом, отвечающим за регулирование финансового рынка, является Национальный банк Таджикистана. Также на основе анализа зарубежного опыта автор приходит к выводу: «В целом оцененные методологические особенности регулирования сегментов финансового рынка в странах мира, показали, что следует более содержательно проводить анализ состояния регулирования сегментов финансового рынка в экономике Республики Таджикистан» (с. 60).

**Во второй главе - «Анализ состояния и методов регулирования финансового рынка в Республике Таджикистан» - проанализировано состояние финансового рынка, а также инструменты его регулирования и оценка их эффективности в Республике Таджикистан (с. 627-111).**

В ходе анализа системы финансового рынка Республики Таджикистан автор отмечает, что из-за того, что любой финансовый рынок

в основном состоит из различных сегментов, в частности из страхового, ценных бумаг, валютного и кредитно-депозитного сегментов, он рассматривает каждый сегмент отдельно. В частности отмечено: «На территории республики замечено быстрое развитие страхового рынка... Однако на сегодняшний день страховые компании пока не способны внести существенный вклад в развитие экономики страны как в части обеспечения потребностей субъектов рынка в страховых услугах, так и в предложении долгосрочных инвестиционных финансовых ресурсов» (с. 61-63).

В частности проанализированы рынок ценных бумаг, отмечено, что, хотя его нормативно-правовая база сформирована в 1992 г., однако до настоящего момента этот сегмент не функционирует как полноценный институт обеспечения экономики мобильными финансовыми ресурсами. Обращение ценных бумаг осуществляется преимущественно вне фондовой биржи, остается непрозрачным, имеет высокие издержки и риски для инвесторов, что ограничивает их оборот и ликвидность (с. 63-64).

В числе финансовых рынков особое место отведено валютному рынку, который, по мнению автора, является наиболее крупным, ёмким и ликвидным из всех сегментов финансового рынка Таджикистана (с. 65-68).

Детально и последовательно проведен анализ кредитно-депозитного сегмента финансового рынка, представленного кредитно-финансовыми организациями. Автор аргументированно обосновывает, что в Таджикистане сегодня функционируют 64 ед. кредитных организаций, что является доминирующим сегментом финансового рынка страны (с. 69-73).

Особый научный интерес представляет проведенный анализ активов кредитных организаций, пороговых значений индикаторов финансовой безопасности, устойчивости, рентабельности банковской системы Республики Таджикистан (с. 74-82). Автор обосновывает, что в республике, несмотря на его важную роль, «финансовый рынок Таджикистана по уровню своего развития находится в начальной фазе своего формирования как единой системы и, соответственно, в нынешнем состоянии не способен обеспечить устойчивую поддержку экономического роста посредством обеспечения адекватного финансирования, требуя пристального внимания и поддержки от государства» (с.83).

На основе анализа автор аргументирует, что методы регулирования являются важнейшей составляющей финансовых рынков, как правило, в рамках двух моделей. В одной из них регулирование преимущественно возлагается на государственные органы управления. В другой модели регулирование

преимущественно возлагается на профессиональных участников финансового рынка. Здесь автор правильно подчеркивает: «Применение метода регулирования зависит от модели финансового рынка и степени централизации управления в стране» (с. 88-89).

Автором разработано уравнение множественной регрессии, позволяющее оценить взаимосвязь (корреляцию) экономических показателей страны под воздействием инструментов монетарной политики Национального банка Таджикистана. На основе расчетов автор справедливо утверждает, что Национальный банк Таджикистана эффективно использует инструменты денежно-кредитной политики на высоком уровне. Проведение стимулирующей денежно-кредитной политики может положительно повлиять на темпы экономического роста, связь между исследованными показателями является умеренной, то есть оценка эффективности денежно-кредитной политики заметно коррелирует с темпами экономического роста (с.100 – 112).

**В третьей главе** - «Основные направления совершенствования методов регулирования финансового рынка» - исследованы возможности комплексного подхода к методам регулирования финансового рынка, а также к роли саморегулируемых организаций, и совершенствование методов регулирования финансового рынка (с. 113-146).

Автор обосновывает, что «государственная форма регулирования выражается комплексом мер и действий, где важной частью является нормативная база, в которой выражаются правовые и организационные отношения в области регулирования и надзора. Что касается планового регулирования, то в настоящее время оно выражается в стратегиях, программах и концепциях развития, принятых Правительством Республики Таджикистан, в которых определены цели и задачи развития страны» (с.114).

Автор справедливо акцентирует внимание на соблюдении субъектами финансового рынка нормативных величин их развития. Он отмечает: «Кредитные организации, в соответствии с законодательством, несут ответственность за достоверное и правильное составление расчетов пруденциальных норм. Наряду с нормативными показателями деятельности финансово-кредитных организаций считаем целесообразным и предлагаем учитывать динамика рентабельности активов и капитала у финансово-кредитных организаций, их фондов, ресурсов, дохода, прибыли и убытков; сбалансированность активов и пассивов по размеру и срокам, доходов и расходов, соблюдение критериальных значений в структуре



капитала, а также долю выданных кредитов в экономические отрасли страны, соблюдение правил ведения банковских операций на финансовом рынке» (с.122).

Автор аргументирует, что сегодня в республике «на финансовом рынке функционируют две ассоциации – Ассоциация банков Таджикистана и Ассоциация микрофинансовых организаций Таджикистана. В рамки их обязанностей входит защита и представление интересов своих членов. Но, изучив их деятельность, можно отметить, что у них ограничены возможности. Причина этих ограничений состоит в том, что в Республике Таджикистан отсутствует Закон «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка»» (с. 132-134) В этом аспекте он предлагает принятие и реализации этого закона, что вызывает одобрение.

Автор даёт высокую оценку политике деятельности Национального банка Таджикистана, контролирующего деятельность кредитных организаций, страховой рынок, валютный рынок, а так как большей частью участников рынка ценных бумаг являются банки, значит, частично НБТ регулирует и рынок ценных бумаг. В дополнение к этому диссертант предлагает создать условия для «свободной площадки», где была бы возможность обсудить и решить проблемы участников финансового рынка, а также защитить их интересы. Все сводится к тому, чтобы был соблюден баланс между государственным регулированием и саморегулированием на финансовом рынке, что является ценным в отечественной науке и практике (с. 135).

В заключительном параграфе диссертации автор предлагает комплекс мер, способствующих формированию эффективного финансового рынка, развитию финансовой системы, созданию рыночного механизма, которые будут содействовать экономическому росту в республике и совершенствованию методов регулирования финансового рынка (с.137-146).

### **Основные научные результаты и их значимость для науки и практики**

Теоретическая значимость диссертационной работы заключается в раскрытии теоретико-методологических основ регулирования финансового рынка на примере финансовой системы Республики Таджикистан. Разработанные научные положения будут способствовать совершенствованию механизмов регулирования финансового рынка, что имеет большое значение для развития реального сектора экономики страны.

Полученные в диссертационном исследовании результаты могут

быть использованы Национальным банком Таджикистана, Министерством финансов Республики Таджикистан, Министерством экономического развития и торговли РТ при разработке экономической политики страны, обозначении перспектив реализации стратегических документов в сфере денежно-кредитной политики, при инфляционном таргетировании.

Отдельные положения диссертационного исследования могут быть использованы и используются в процессе преподавания курсов «Финансовые и денежно-кредитные методы регулирования экономики», «Государственное регулирование экономики», «Финансы, денежное обращение и кредит», «Банковское дело» и других.

#### **Дискуссионные положения и замечания:**

Наряду с отмеченными достоинствами данной диссертации, необходимо указать на определенные недостатки и дискуссионные положения работы:

1. В пункте «Актуальность темы» следовало бы четко аргументировать народнохозяйственную значимость предмета исследования, указать, в чем необходимость исследования в контексте реализации в стране стратегических задач, а также его связь с программными речами и поручениями главы государства, Основоположника мира и национального единства, Лидера нации Эмомали Рахмона.

2. Хотя в пункте «Степень разработанности темы» перечислены имена большинства отечественных ученых-экономистов, в работе к их трудам нет конкретного обращения, а также было бы хорошо указать, какими именно вопросами они занимались по теме данного исследования.

3. Некоторые пункты научной новизны (третий и четвертый) следовало бы пересмотреть, они носят описательный характер, требуется усилить научную составляющую.

4. Параграф 1.1. диссертации называется «Теоретические основы и концепции методов регулирования финансового рынка». Здесь автор рассматривает понятие «финансовый рынок», его классификацию, некоторые теории денежно-кредитной политики, отражённые в трудах зарубежных и отечественных ученых. Однако теоретический анализ слишком слабый, нет доводов и аргументов. Отсутствует собственная позиция автора по трактовке дефиниций.

5. Параграф 1.3 называется «Страновые особенности методов регулирования сегментов финансового рынка», однако здесь содержится

простое изложение или обзор некоторых отдельных стран, четко не выявлены особенности методов регулирования финансового рынка в исследованных странах мира. Анализ основного вопроса является неполным, и не сформулированы соответствующие научные выводы.

6. Приведенные в страницах 66-69 рисунки и таблицы проанализированы частично, то есть анализ является неполным. На наш взгляд, следовало бы усилить анализ, для того чтобы обосновать существующие проблемы в этом сегменте финансового рынка страны.

7. В параграфе 2.3 «Оценка эффективности методов использования инструментов регулирования финансового рынка в Республике Таджикистан», на страницах 101-112 разрабатывается экономико-математическая модель, однако параграф не завершен, не сформулированы соответствующие выводы из осуществленных расчетов.

8. Судя по содержанию диссертации, автором проделана огромная работа по предмету исследования, однако множество ценных научных выводов и рекомендаций не нашло отражения в заключении диссертации.

Указанные замечания и дискуссионные моменты имеют рекомендательный характер и ни в коей мере не снижают общую положительную оценку проведенного исследования.

#### **Соответствие автореферата и публикаций основным положениям диссертации**

Содержание автореферата соответствует основным положениям и выводам диссертации. Результаты проведенного исследования отражены в 17-ти научных публикациях, в том числе в 9-ти, опубликованных в изданиях, включенных в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов, рекомендуемых ВАК при Президенте Республики Таджикистан, в объеме 9,6 п. л.

#### **Заключение о соответствии диссертации Положению о присуждении ученых степеней**

Диссертационное исследование Азизова Сафарджона Ахмедшоевича на тему «Эффективные методы регулирования финансового рынка (на примере Республики Таджикистан)» представляет собой целостное, законченное, самостоятельное научно-квалификационное исследование проблемы, актуальной для Республики Таджикистан, выполненное на высоком теоретическом и методологическом уровне.

Диссертационная работа соответствует требованиям ВАК при Президенте Республики Таджикистан, установленным в пунктах 31, 33, 34 и 35 Положения «О порядке присуждения ученых степеней», утвержденного постановлением Правительства Республики Таджикистан от 30 июня 2021 года, № 267, и ее автор, Азизов Сафарджон Ахмедшоевич, заслуживает присуждения искомой ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит).

**Официальный оппонент,**  
доктор экономических наук, профессор,  
проректор по науке и инновациям  
Таджикского государственного  
университета права, бизнеса и политики



**Ризокулов Т.Р.**

**Адрес университета:** 735500, Республика Таджикистан, Согдийская область, г. Худжанд, 17 мкр-н, дом 1. [www.tsulbp.tj](http://www.tsulbp.tj), ТГУПБП, +992 (3422) 2 35 94, Моб. (+99292) 7777735, **E-mail:** [t\\_rizokulov@mail.ru](mailto:t_rizokulov@mail.ru)

Подпись д.э.н., профессора Ризокулова Туракула Рабибкуловича удостоверяю:

Начальник Управления кадров и специальных работ Мирпоччоев И.Х.

