

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

**НАЦИОНАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ УЗБЕКИСТАНА  
ИМЕНИ МИРЗО УЛУГБЕКА**

*На правах рукописи*

УДК: 338.124.4: 336.7; 338.124.4 (~)

**Комилов Собир Хожиасрорович**

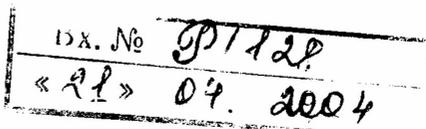
**СТРУКТУРНЫЕ И КОНЪЮНКТУРНЫЕ АСПЕКТЫ  
ФИНАНСОВЫХ КРИЗИСОВ**

**Специальность: 08.00.01 - Экономическая теория**

## **А В Т О Р Е Ф Е Р А Т**

**диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук**

**Ташкент – 2004**



336 (043.3)  
К 632

Работа выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете

**Научный руководитель:** доктор экономических наук, профессор  
**Ахмедов Дурбек Кудратиллаевич**

**Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор  
**Понадюк Кирилл Никитович**

кандидат экономических наук, доцент  
**Абулкосимов Хасан Пирназарович**

**Ведущая организация:** Центр бюджетно-налоговой политики при  
Министерстве финансов  
Республики Узбекистан

Защита состоится «18» мая 2004 года в 14<sup>30</sup> часов на заседании Специализированного Совета Д.067.02.15 по защите диссертаций на соискание ученой степени доктора экономических наук при Национальном Университете Узбекистана имени Мирзо Улугбека по адресу: 700174 Ташкент, Вузгородок, Национальный Университет Узбекистана, Экономический факультет, зал заседаний – комн.603

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке Национального Университета Узбекистана имени Мирзо Улугбека.

Автореферат разослан «17» апреля 2004 г.

**Ученый секретарь**  
Специализированного совета  
кандидат экономических наук,  
доцент



Хашимов П.З.

## 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ДИССЕРТАЦИИ

**Введение.** На пороге XXI века мировая экономика ознаменовалась тем, что в развитых и развивающихся странах происходят финансовые кризисы, которые выходят из-под контроля государства, и становится все труднее принимать решения по их предотвращению и по выходу из них. Многие экономисты и аналитики в разных странах мира пытаются анализировать происходящие процессы в банковской и финансовой сфере в различных странах, но полученные выводы часто оказываются противоречивыми. Ряд экономистов считает, что можно предвидеть финансовый кризис, используя различные аналитические методы, и предотвратить его. Примечательно, что финансовый кризис 1997-98 гг. в странах Юго-Восточной Азии ударил по экономике этих государств в тот момент, когда их макроэкономические показатели были благоприятными, и никто не подозревал о наступлении финансового краха. Следовательно, есть причины и предпосылки финансовых кризисов, которые не являются фундаментальными, например, какая-либо страна переживает финансовый кризис, имея при этом благоприятные макроэкономические показатели. Теоретическое изучение предпосылок и факторов финансовых кризисов является важным, так как мировая экономика становится все больше зависимой от финансовой системы в целом. Свидетельством этого являются бегство капиталов, замедление или ускорение экономического роста при соответствующей динамике инвестиций, биржевые скандалы в США и Европе в 2002 году, финансовый кризис в Аргентине и др., которые повлекли за собой цепь трудностей, начиная с банковского сектора и заканчивая социальной сферой.

Финансовая среда является той сферой, которая пережила самый быстрый рост и развитие, начиная с 70-х гг. XX века. На сегодняшний день развитие национальной экономики развитых и развивающихся стран во многом зависит от текущего состояния ее банковско-финансовой сферы. В частности, если страна находится на стадии перехода к рыночным отношениям, то формирование ее банковско-финансовой сферы сильно влияет на развитие реального сектора экономики, а ее интеграция в международную финансовую систему должна быть осуществлена, учитывая все возможные последствия. Для этого необходимо иметь четкое теоретическое и практическое представление об основных факторах финансовых кризисов, что позволит стране сориентироваться при интеграции в международные финансовые отношения. Для Республики Узбекистан этот вопрос является очень важным, учитывая осуществляемые реформы по либерализации банковского сектора и фондового рынка.

Одной из центральных задач реформирования экономики республики стало формирование рыночноориентированной банковской системы, отве-

чающей требованиям рынка. В целях её реализации правительством принимаются конкретные меры по реструктуризации банковской системы, которая отвечала бы международным стандартам<sup>1</sup>.

Одной из основных отличительных черт стратегии Республики Узбекистан по реформированию банковско-финансовой системы является поэтапность, что намного уменьшает вероятность резких колебаний и шоков в данной сфере. В процессе реформирования банковско-финансовой системы проявляются факторы, которые и при наличии макроэкономической программы правительства могут способствовать кризису. Это связано с внешними воздействиями и неконтролируемым движением капитала. Знание этих факторов может снизить остроту или предотвратить кризисы. Опыт ряда стран, переживших финансовый кризис, позволяет выявить основные моменты, которые могут быть учтены в осуществлении структурных и конъюнктурных реформ банковско-финансового сектора в Республике Узбекистан. Проведение либерализации финансового и банковского секторов страны вызовет увеличение притока иностранного капитала, и, соответственно, системного риска, что требует необходимости принятия мер по предотвращению кризиса и уменьшению системных рисков. Но для этого необходимо иметь представление о возможных вариантах последствий финансовых кризисов по экономике страны, чтобы создать все необходимые условия для применения конкретных мер по выходу из финансового кризиса, если нельзя контролировать его возникновение. Следовательно, данная проблема в условиях либерализации экономики является очень актуальной и требует углубленного изучения причин возникновения финансовых кризисов. Это, в свою очередь, позволит выявить меры, необходимые для их предотвращения.

**Степень изученности проблемы.** Теоретические и практические аспекты финансовых кризисов были проанализированы в работах таких зарубежных экономистов, как Кристиан де Буасье, Патрисе Жофрон, Жером Сгард, Л. Шваб, Т. Нгуен, Мишель Аглиетта, и др. Они основаны на тщательном анализе того или иного фактора возникновения финансовых кризисов без учета применения его в странах с переходной экономикой. В работах отечественных ученых, как Ш. Абдуллаева, С.А. Бержанов, И. Бутиков, А.В. Вахабов, А. Кодиров, Ф. Мулладжанов, М. Сирожитдинов, А. Улмасов, М. Шарифхужаев, Ш. Шодмонов, частично затрагивались эти проблемы. Вышеперечисленные работы посвящены изучению общих теоретических положений финансов и банковской деятельности в целом, становлению и развитию банковско-финансовой системы в Республике Узбекистан.

---

<sup>1</sup> Нурмурадов М.Б. «Макроэкономические проблемы переходного периода в Узбекистане». Ташкент, 1998. С. 220-234.

Так, С.А. Бержанов рассматривает валютные риски исключительно как один из аспектов финансовых кризисов, не учитывая механизм финансовых инноваций и их влияние на поведение экономических агентов.

В работах А. Вахабова исследованы мировые финансовые кризисы и их влияние на центральноазиатский регион. В качестве причин финансовых кризисов выделяются в основном аспекты валютного регулирования, инфляция, вопросы государственной задолженности, корпоративного управления и роль частного сектора в кредитовании. Тем не менее, его анализ основывается больше на эмпирических наблюдениях, и анализ в свете экономической теории у него отсутствует. Ш. Шодмонов в своей работе четко описывает экономические кризисы, как одну из фаз экономических циклов. Также он вкратце рассматривает теории экономических циклов и аграрные кризисы. Но анализ финансовых кризисов в свете экономических циклов у него отсутствует. В вышеперечисленных работах отсутствует анализ факторов возникновения кризисов в банковской системе и на финансовых рынках, выявление предрасположенности банковского сектора и рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан к возможным финансовым потрясениям. Ряд других ученых рассматривали финансовые кризисы, основываясь на том или ином факторе их возникновения, вместе с тем в данных работах отсутствует анализ теоретических аспектов проблемы.

В целом в ранее проведенных исследованиях отсутствует комплексный подход к изучению факторов финансовых кризисов, с точки зрения структурно-внутреннего и конъюнктурно-внешнего подхода к проблематике с его применением в условиях переходной экономики на примере Республики Узбекистан, что предопределили выбор предмета, цели и задачи данного исследования.

**Предметом исследования** является анализ теоретических основ возникновения финансовых кризисов в различных странах мира и возможности использования результатов исследования в Узбекистане. Данное диссертационное исследование будет основано на изучении факторов возникновения финансовых кризисов в различных странах Юго-Восточной Азии, США, России и др., в свете экономической теории, и применении данного исследования к банковско-финансовому сектору Республики Узбекистан.

**Объект исследования** представляет собой систему различных подходов изучения основных факторов возникновения финансовых кризисов, истоки которых кроются в структурно-внутренних и конъюнктурно-внешних аспектах, и применение их на практике.

**Цель исследования.** Целью работы является выявление системы причин финансовых кризисов путем осуществления «дихотомического

анализа» с целью определения предрасположенности банковско-финансовой системы Республики Узбекистан к финансовым кризисам.

**Задачи исследования.** Для достижения сформулированной цели в диссертации решались следующие основные задачи:

- анализ причин экономических кризисов на основе традиционной экономической мысли;
- выявление факторов возникновения финансовых кризисов на основе выделения их на структурные и конъюнктурные;
- теоретическое объяснение основных причин финансовых кризисов и сравнение их с реальностью;
- применение всех теоретических аспектов, выявленных в ходе исследования, на практике – выработка практических рекомендаций по использованию выявленных закономерностей, вытекающих из современной теории рыночной экономики;
- анализ особенностей состояния банковско-финансового сектора Республики Узбекистан и той среды, в которой банковско-финансовая система переходит на рыночные отношения;
- изучение уровня предрасположенности банковско-финансового сектора в Республике Узбекистан к финансовым кризисам;
- разработка рекомендации по созданию превентивных условий предотвращения финансового кризиса в банковско-финансовой сфере страны.

**Методологической и методической основой диссертационного исследования** явилась современная теория рыночной экономики, труды ведущих экономистов мира, посвященные проблемам финансовых кризисов. В процессе исследования использованы эмпирические, системно-структурные подходы, компаративный и системный анализ при решении поставленных задач.

При написании диссертационной работы и получении научных выводов диссертации использовались соответствующие законодательные и нормативно-правовые документы Республики Узбекистан, указы и труды Президента Республики Узбекистан, аналитические материалы зарубежных финансовых институтов по изучению финансовых кризисов.

**Научная новизна** диссертационной работы состоит в следующем:

- выявлены теоретические аспекты финансовых кризисов на основе синтеза различных подходов экономической мысли по отношению экономических кризисов;
- дано авторское определение общих черт и различий между понятиями экономической и финансовой кризис;
- разработан двухэтапный анализ экономических кризисов: экономическая мысль до и после Великой депрессии 1929-33гг.;

- разработан комплексный теоретический подход к анализу факторов финансовых кризисов;
- применен дихотомический подход к изучению причин финансовых кризисов;
- причины возникновения финансовых кризисов сгруппированы на структурно-внутренние и конъюнктурно-внешние;
- выявлен уровень предрасположенности банковско-финансового сектора в Республике Узбекистан к финансовым кризисам на основе осуществления анализа на предмет существования каналов распространения финансовых кризисов в Узбекистане;
- теоретически доказана зависимость стабильности от поэтапности и последовательности развития банковско-финансовой системы;
- выявлены основные теоретические каналы распространения финансовых кризисов и степень их защиты в Узбекистане;
- теоретически обоснована выбранная Узбекистаном модель становления и развития банковской системы и финансовых рынков, основанная на поэтапном переходе к рыночным отношениям;
- разработан комплекс предложений и практических рекомендаций по обеспечению стабильности в процессе либерализации банковско-финансовой сферы, учитывая ведущую роль государственного регулирования в данном секторе;
- разработаны теоретические и практические рекомендации по предотвращению кризиса и обоснованы пути выхода из него.

**Научная и практическая значимость результатов исследования.**

Результаты исследования могут быть применены при изучении и выработке мер экономической политики по осуществлению либерализации финансовой системы для стран с переходной экономикой и развивающихся стран. Научные выводы работы могут быть использованы при рассмотрении вопросов усовершенствования банковского сектора и внедрения новых финансовых продуктов в финансовые рынки в Республике Узбекистан. Практические рекомендации данного исследования могут быть использованы Центральным банком, регулирующими органами фондовых рынков в качестве теоретического материала по выявлению причин возникновения финансовых кризисов.

**Реализация результатов.** Результаты исследования по выявлению источников возникновения финансовых кризисов применены в процессе реализации проекта летней школы по «Экономической теории» при Французском Институте Исследования Центральной Азии (август-сентябрь 2003г.).

**Апробация работы.** Диссертация обсуждена на научных семинарах, организованных в Ташкентском государственном экономическом универ-

ситете, в Ташкентском финансовом институте и Институте экономики Академии наук Республики Узбекистан в 2003 году.

**Опубликованность результатов.** Результаты диссертационного исследования изложены в шести научных статьях и тезисах, опубликованных в отечественных и зарубежных журналах.

**Структура и объём диссертации.** Диссертация состоит из введения, трёх глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объём диссертации – 156 машинописных страниц. В диссертации использованы 2 графика, 4 таблицы и 3 диаграммы. Количество использованных источников – 99.

*Во введении* показана актуальность темы, степень изученности проблемы, предмет, объект, цели, задачи исследования и определяются методологические и методические основы диссертационного исследования, научная новизна, практическая значимость и структура работы.

*В первой главе «Эволюция экономической мысли при анализе экономических кризисов»* изучены концепции экономического кризиса в целом и становление теории кризисов с целью фундаментального и полного восприятия аспектов финансовых кризисов.

*Во второй главе «Причины и формы проявления финансовых кризисов»* анализируются причины финансовых кризисов под углом внутрисистемных и структурных преобразований, а также исследуются причины возникновения финансовых кризисов, с точки зрения конъюнктурных преобразований и различных изменений в экономической жизни.

*В третьей главе «Банковско-финансовая система Республики Узбекистан и финансовые кризисы»* исследуются предрасположение банковско-финансовой системы Республики Узбекистан, которая находится на переходном этапе развития, к финансовым кризисам и возможные пути предотвращения и преодоления финансовых кризисов, с учетом особенностей банковско-финансовой системы в Республике Узбекистан.

*В заключении* диссертации приводятся результаты и выводы исследования, даны практические рекомендации и перспективы развития банковско-финансовой системы в Республике Узбекистан.

## 2. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Хронологическое наблюдение за развитием концепции кризиса показало, что в зависимости от форм экономических, социальных и политических отношений в обществе, понятие и сущность кризиса обретает соответствующий облик. Так, в начале XIX века экономический кризис в Великобритании характеризовался исключительно железнодорожной конъюнктурой. Основу мирового кризиса 1929 года и азиатского кризиса 1997 года составляли массивное кредитование и образование «мыльных пузырей» в

тех сферах экономики, где имел место бум и резкий рост прибыльности, то есть речь шла о банковско-финансовом кризисе.

В диссертации даются два определения понятию экономических кризисов на базе систематизации и обобщения различных точек зрения по данному вопросу:

- статичное определение: это состояние экономики какой-либо страны, при котором имеется неравновесие в экономических отношениях, приводящего к значительному ущербу ценностям и целям страны;
- динамичное определение: это один из этапов экономических циклов, представляющий собой тот период, который охватывает стадии спада и поворотной точки, служащей восстановлению экономики.

Как показывают наши исследования, в истории развития экономической мысли в зависимости от того, какая школа доминирует в рассмотрении экономических явлений в ту или иную эпоху, наблюдается изменение самой концепции экономических кризисов. Вплоть до Великой депрессии 1929-33гг. экономическая мысль была склонна к концепции, согласно которой экономический кризис может иметь место только из-за факторов, мешающих достичь равновесия и полного отсутствия безработицы. Как подчеркивают нео-классики, такие как Л. Роббинс, М. Фридман и др., необходимо искать факторы кризиса в состоянии совокупного предложения, в частности, проводить экономическую политику, позволяющую стимулировать предложение путем сокращения издержек производства. Но в 30-годы Дж. М. Кейнс продемонстрировал, что нео-классики не учитывали в своих рассуждениях тот факт, на основании которого элементы издержек производства являются также и элементами спроса, что привело в итоге к развитию теории кризиса.

В работе современный финансовый кризис характеризуется с использованием как статичного, так и динамичного определения. Статичное определение финансового кризиса – это состояние банковско-финансовой системы какой либо страны или же какой либо экономической зоны, при котором имеется неравновесие в финансовых отношениях, приводящее к значительному ущербу экономики страны. Финансовый кризис динамичным образом определяется, как один из этапов циклов развития финансовой и экономической системы, представляющий собой период, охватывающий стадии спада и поворотной точки, позволяющей восстановлению равновесия банковско-финансовой сферы. На базе выявленных черт финансового кризиса даётся его следующее определение: это феномен, который является следствием бурного развития процессов дерегулирования, финансовых инноваций, массивного кредитования, спекуляций, преобладания финансовых рынков над коммерческими банками и поведения эко-

номических агентов, приводящего к неравновесию в банковско-финансовой сфере.

В диссертационном исследовании анализируется комплекс теоретических факторов возникновения финансового кризиса, которые подразделены на структурно-внутренние и конъюнктурно-внешние и демонстрируются примерами в истории и современности.

В современной экономической литературе пишут о разрыве между финансовой и реальной экономической сферами и о гипертрофии финансовых рынков. Кейнсианская школа обосновала теорию «мыльных пузырей», согласно которой «пузыри» создаются и лопаются в процессе финансовых спекуляций, и иногда их называют «спекулятивными пузырями». В диссертации проанализированы причины возникновения финансовых кризисов с различных точек зрения. Однако необходимо отметить тот факт, что именно вопрос автономизации финансовой сферы и нестабильность в финансовой и банковской среде являются ключевыми и базовыми факторами возникновения финансовых кризисов и нестабильностей, которые были рассмотрены в рамках теории.

Анализ исследований теории сверхзадолженности показывает, что теоретическая формулировка Ирвинга Фишера о развитии финансового кризиса сводится к разделению на две фазы: фазы бурного роста и процветания (сверхзадолженность) и фазы спада (дефляция):

1 фаза: *Инновации → предвидение сильной рентабельности → задолженность → рост предложения денег → рост уровня цен → эйфория → сверх задолженность;*

Первая фаза соответствует периоду сильного роста, который предшествует биржевому краху. В истоках причин возникновения финансового кризиса, по мнению Фишера, лежит открытие новых возможностей, заключенных в развитии финансовых инноваций, таких, как новые финансовые инструменты, природные ресурсы и новые рынки, которые позволяли иметь большие доходы.

Оптимизм среди предприятий и банков благоприятно влияет на отношения банк-клиент; массивные заимствования у банков, а также на то, что разница между процентной ставкой, по которой предприятия и физические лица берут кредит, и коэффициентом будущих доходов, сильно возрастает в пользу заемщиков, это приводит к тому, что в экономике увеличиваются банковские кредиты, а значит, растут банковские депозиты. В целом, наблюдается рост предложения денежной массы. По механизму количественной теории денег, общий уровень цен растет при увеличении массы денег. Рост уровня цен приводит к уменьшению реального значения взаимствованных предприятиями и физическими лицами кредитов, инфляционная тенденция стимулирует экономических агентов продолжать и увеличи-

вать взаимствования для массивных инвестиций в фондовый рынок, который начинает «перегреться».

Ключевой момент, по мнению Фишера, заключается не в том, что экономические агенты хотят спекулировать, а в том, что они финансируют свои операции путем взаимствования банковских кредитов, а не за счет сбережений.

*2 фаза: Желание предприятий возмещать долги → катастрофические продажи, снижение цен → рост реального значения взаимствованного долга → кумулятивная депрессия.*

Вторая фаза начинается с того, что экономические агенты осознают текущее состояние своих долгов и то, что они находятся в ситуации сверхзадолженности. Однако Фишер не интересуется тем, каким образом агенты начинают осознавать это, но он четко показывает, что именно с этого момента начинается финансовый кризис.

Следовательно, это приводит к тому, что предприятия начинают возмещать свои долги банкам путем массивных и быстрых продаж своих активов и ценных бумаг.

Сокращение цен и отсутствие доверия повлекут за собой рост процентной ставки, что в свою очередь приводит к сокращению банковских кредитов, и денежная масса сокращается. Реальный объем долга растёт, и бремя долга предприятий перед банками увеличивается.

Экономические агенты ныне должны возмещать свои долги по более высокой стоимости из-за снижения цен, и дефляция толкает агентов массово продавать ценные бумаги, что приводит к депрессии. К тому же, сокращение цен провоцирует сокращение реальной возможности предприятий по сбыту, так как из-за дефляции производственные предприятия должны продавать свои продукты по более низким ценам, что приводит в конечном итоге к сокращению производства, увеличению уровня безработицы и риска банкротства не только в банковском, но и в производственном секторе.

В диссертации приводится отражение теории Фишера в реальности на примере США в период с 1929 по 1933 года, параллель между теорией Фишера и биржевым кризисом 1987 года, летними финансовыми кризисами 2002 года, трудностями в Японии, причем результаты анализов подтверждают актуальность теории Фишера и на современном этапе развития экономических отношений.

Кроме того, в диссертации приведено аналогичное исследование теории Химана Минского, который, в отличие от Ирвинга Фишера, выдвинул как структурный фактор – сверхзадолженность и как конъюнктурный фактор – рост процентных ставок.

Анализ формулировки Х. Минского позволяет сделать вывод о том, что поведение экономических агентов играет огромную роль в усилении

спекулятивных операций на финансовых рынках. В частности, определяется 3 типа поведения: хеджирование, спекуляция и поведение «Понзи». Делается это следующим образом:

$$D_i > R_i \text{ для } i = 1, 2, \dots, n-1$$

$$D_i < R_i \text{ для } i = n$$

где  $n$  – число периодов;  $D_i$  – расходы на период  $i$ ,  $R_i$  – доходы на период  $i$ .

В этом случае предприятие полагается на последний период для оплаты своих долгов, надеясь при этом получать прибыли до предпоследнего периода. В случае повышения процентной ставки агент будет вынужден увеличить объём возвращаемого долга, так как ныне объём реального долга будет превышать тот, который был до повышения процентной ставки. Такой тип поведения агента является очень рискованным, так как чувствительность агента на изменения процентных ставок очень велика, что представляет собой угрозу экономике в целом.

Именно это поведение является, по мнению Минского, детонатором финансовых кризисов. В диссертации теория Минского прилагается к российскому финансовому кризису 1998 года, где на рынке ГКО одним из основных факторов явилось именно поведение Понзи со стороны иностранных инвесторов, а также поведение государства и рост пирамиды долга. 40 % ГКО сосредоточилось в руках нерезидентов, которые начали их массово сбрасывать. Российский кризис имел характер цепной реакции, следовательно, анализ рисков в ситуации кризиса, в частности системного, приобретает особый характер.

Системный риск – это появление аномальных равновесий в экономической системе в результате того, что рациональное поведение агентов не приводит к выравниванию ситуации на рынках, которое могло бы сыграть важную роль в восстановлении экономической системы. В диссертации рассматриваются неадекватные взаимоотношения кредитора с дебитором, которые основываются на асимметрии информации на рынках кредита и на проблемы ликвидности.

В работе анализируются такие понятия, как «внутренняя миопия», «стратегическая дополняемость», противоположный процесс отбора, внутренняя стохастичность, которые являются основными элементами системного риска. Одним из главных элементов системного риска является неликвидность.

Ликвидность определяется, как скорость трансформации актива для выполнения своих обязательств. Экономический агент должен иметь возможность в любой момент и без потерь преобразовать свой актив в ликвидные средства.

Рассмотрение системного риска позволило нам определить ликвидность и банки как центральные элементы системного риска. Эти два элемента являются основными векторами «заражения», и финансового кризи-

са в целом, тем более, что рост ликвидности может стимулировать кризисы через появление «мыльных пузырей».

Под понятием «пузырь» в финансах понимается кумулятивная разница во времени между текущей стоимостью какого-либо актива и ее фундаментальной стоимостью.

Одной из самых важных характерных черт «мыльных пузырей» является то, что они не могут быть негативными и существует асимметрия между ростом и снижением: они, не имея максимума, ограничиваются минимумом. Негативный пузырь является по сути финансовым крахом.

Финансовый актив определяется как серия будущих доходов. Ее фундаментальная стоимость равна приведенной стоимости этой серии, например, *фундаментальная стоимость акции V* определяется ее дивидендами *d*:

$$V_t = dt + dt+1/(1+r) + \dots + dt+n/(1+r)^n + \dots$$

Чтобы найти эту стоимость, агент должен попытаться предвидеть дивиденды, которые распределены в течение всего срока существования этой акции. Точность его прогнозов зависит от качества информации, в момент *t*. Данная информация касается совокупности фундаментальных показателей (используемые технологии, располагаемые ресурсы и потребительские предпочтения), которые способны повлиять на стоимость дивидендов в момент *t+1*. В традиционном понимании, *спекуляция представляет собой социальную силу, которая заставляет индивидуумов постоянно искать возможности улучшения качества информации и роста доходов*.

Учитывая опасность спекуляции, Дж. Кейнс в одной из своих работ рекомендует, чтобы сократить вес спекуляции, необходимо уменьшить ликвидность ценных бумаг, увеличивая операционные издержки. Спекуляция является продуктом, который обеспечивает постоянное существование рынков, где можно было бы торговать ценными бумагами с наименьшими издержками. Ликвидность и спекуляция являются разными сторонами одной реальности. Он пишет: «Создание тяжелого налога государства, нанеся удар всем транзакциям, было бы одной из самых полезных мер, что уменьшило бы преобладание спекуляции в деятельности предприятий».

По результатам исследования доказано, что «мыльные пузыри» могут возникать даже тогда, когда агенты строят свои ожидания *рационально*.

Суть данного заключения состоит в том, что неравновесия на финансовых рынках могут возникать даже при эффективном функционировании финансовых рынков, рациональности экономических агентов и при отсутствии проблем с использованием информации. Следовательно, регулирование процесса спекуляции и поведения экономических агентов является необходимым, но недостаточным условием защиты банковско-финансовой сферы. так как и в этих условиях может возникнуть банковская паника.

По результатам исследования был выявлен тот факт, что именно недоверие экономических агентов может спровоцировать крупные финансовые кризисы. Роль поведения экономических агентов проиллюстрирована в диссертации на примерах биржевых скандалов 2002 года в США и в Европе, где именно неадекватное поведение менеджеров привело к финансовому кризису и ускорило недоверие к фондовым инструментам.

Другой важный фактор кризиса – инновационные процессы в банковско-финансовой сфере. Для этого вывода в диссертации проделан глубокий функциональный анализ инновационных процессов, имевших место в индустриально развитых странах, таких, как США, Великобритания, Франция, Япония, Германия и т.д. Кроме того, определены теоретические рамки инновационных процессов в свете анализов Й. Шумпетера, Дж. Ланкастера и В. Сильбера.

В исследовании теоретически обосновано существование финансовых инноваций и все их преимущества в экономических отношениях. Тем не менее, эти преимущества на практике могут стать катастрофическим фактором роста волатильности финансовых рынков, чрезмерной дерегулированности и роста рискованности. Результаты исследования показали, что массивные финансовые инновации сокращают количество инструментов монетарной политики, в том числе политики «спрэд» (с англ. яз. *spread*), особенно в тех странах, где процесс финансовой инновации развивается параллельно с процессом валютного дерегулирования, что характерно для Республики Узбекистан в современный период. Следовательно, в Республике Узбекистан финансовые инновации должны осуществляться поэтапно, без резких скачков для максимально эффективного осуществления валютной либерализации. С одной стороны, развитие финансовых инноваций было необходимым для защиты от финансовых рисков, но, с другой стороны, интенсивное внедрение финансовых новшеств увеличило волатильность финансовых рынков, если учесть ряд возможностей финансовых инноваций расширять спекулятивные операции. К тому же финансовые инновации могут служить мотором спекулятивных операций и увеличивать отрыв финансовой сферы от реальной экономики. Хотя в настоящее время этот фактор не представляет значительной опасности, в последующем стимулирование развития фондового рынка, привлечение иностранных инвесторов, усиление влияния международных финансов на рынок Узбекистана делают анализ этого фактора очень актуальным.

Многие финансовые кризисы объясняются в основном поведением банков в условиях либерализации финансовых рынков. Процессы инновации, маркетинга и либерализации усилили роль финансовых рынков по отношению к банкам как источнику финансирования.

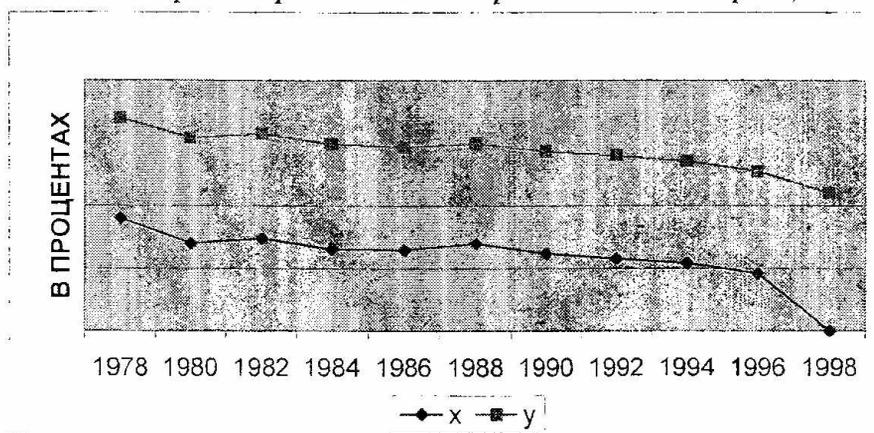
Процесс отлива денежных средств из банков в финансовые рынки приводит к сокращению роли банковской системы и росту финансовых

рынков. Влияние центральных банков в вопросах регулирования потоками денежных средств становится все менее очевидным с возрастанием роли финансовых рынков. В частности, анализ, проведенный в работе, показал, что при возникновении системных кризисов центральные банки могут легче выполнять функции кредитора последней инстанции, когда отлив денежных средств из банков на финансовые рынки не является значительным.

В диссертации рассмотрено теоретическое взаимодействие банков и финансовых рынков как взаимозамещающих и как взаимодополняющих компонентов экономической системы.

Роль банков как финансовых посредников рассмотрена и на примере эмпирического наблюдения:

*Рис. 1. Уровень финансового посредничества во Франции*



*x* - уровень посредничества в узком смысле,  
*y* - уровень посредничества в широком смысле.

Эмпирическое наблюдение выявило тот факт, что, например, рост волатильности банковско-финансовой сферы во Франции идет параллельно с сокращением уровня финансового посредничества. В Узбекистане банки играют важнейшую роль в финансировании реального сектора и от их устойчивости и надежности во многом зависит экономический рост нашей страны. Важно рассмотреть механизм передачи финансового кризиса от страны к стране и рычаги этому противодействующие.

Для рассмотрения финансового кризиса 1997-98 гг. анализ был разделен на 3 фазы:

- лето 1997 года в странах Таиланд, Малайзия, Индонезия, Южная Корея;
- «заражение» Японии в марте 1998 года;

- российский кризис август 1998 года и «заражение» Латинской Америки.

Важно отметить, что в истоках мирового финансового кризиса был именно азиатский кризис. Анализ азиатского кризиса выявил следующие положения:

- финансовый кризис наступил именно по механизму И. Фишера – резкий бум повлек за собой биржевой крах;
- банковская система находилась в стадии развития, была относительно слабой, без высокого уровня корпоративного управления;
- финансовый сектор стран ЮВА составляют в основном банки (75% финансовых активов);
- наблюдались массивные заимствования со стороны как азиатских, так и иностранных банков - операции, приводящие к раздуванию «мыльных пузырей»; доля сомнительных долгов выросла до 20-50%;
- проводилась неадекватная политика правительств азиатских стран в регулировании потоков финансовых средств, без учета емкости финансового сектора, что привело к «перегреву» финансовых рынков;
- ошибочным было заимствование краткосрочного капитала и долгосрочное рефинансирование ненадежных проектов;
- специализация экономики азиатских стран на узком направлении без должной диверсификации рисков;
- была проведена резкая либерализация банковско-финансовой сферы;
- существовал неверный прогноз рейтинговых агентств, что увеличивало вложения в надежде на большой доход;
- неверной оказалась и политика фиксированного валютного курса.

В отличие от стран Юго-Восточной Азии, где проводилось резкое дерегулирование и бурные инновационные процессы на финансовых рынках и банковском секторе, в Узбекистане либерализация банковско-финансовой системы осуществляется поэтапно и последовательно. На XIV сессии Олий Мажлиса Президент И.А. Каримов в своей речи определил в качестве приоритетного направления поэтапность и последовательность развития банковско-финансового сектора. В связи с вышеотмеченным, финансовый кризис в странах Юго-Восточной Азии существенно не сказался на банковско-финансовой сфере Узбекистана.

Диверсификация торговли, снижение роли России в общем товарообороте (20% в 1998 году), последовательная валютная политика Узбекистана, осторожность в вопросах внешнего заимствования и качественные аспекты банковского сектора позволили Узбекистану защититься от российского кризиса.

В диссертации всесторонне рассматривается развитие банковского сектора и финансовых рынков, преимущественно рынок ценных бумаг в Республике Узбекистан и их особенности, подробно анализируется роль финансовых институтов, которые регулируют эти два субъекта в Узбекистане.

Одной из характерных основных черт стратегии развития банковского сектора является качественное развитие, в отличие от «количественного», что сокращает вероятность несостоятельности банков, которые проходят жесткий контроль на надежность. К тому же стратегия Узбекистана направлена на развитие реального сектора экономики с помощью банковского сектора путем предоставления стимулов и преференций коммерческим банкам в финансировании приоритетных проектов. Следовательно, стратегия приватизации и разгосударствления коммерческих банков основывается именно на том, чтобы, с одной стороны, коммерческие банки являлись основным локомотивом развития реальной экономики и, с другой стороны, банки и финансовые рынки должны быть готовы к либеральным рыночным отношениям. Отмечая это обстоятельство, Президент И. Каримов выступая на XI сессии Верховного Совета Республики Узбекистан, подчеркнул, что, не развивая отрасли, служащие для развитой рыночной экономики, в том числе, коммерческие банки, не может быть и речи о качественном переходе на рыночные отношения.

С целью выявления предрасположенности банковско-финансовой системы Узбекистана к финансовым кризисам, развитие банковско-финансовой системы страны разделено на три этапа: 1) период до достижения независимости, 2) переходной период, 3) период полного становления рыночноориентированной банковско-финансовой сферы. В условиях либерализации экономики страна находится на втором этапе развития. Рассматриваемые формы финансовых кризисов не наблюдались на первом этапе. Что касается второго периода, то здесь могут иметь место два вида кризиса: кризисы, связанные со становлением банковско-финансовой системы, и кризисы, связанные с её функционированием.

В условиях полной либерализации банковско-финансовой системы в стране, вопрос о необходимости в профилактических мерах по предотвращению финансовых кризисов становится актуальным. Следовательно, инициатором преобразований часто выступает государство и соответствующие регулирующие органы, а не сами коммерческие банки. Так как существует такой факт, что при полном делегировании государственных реформ на уровне частного сектора означает, что преобразование будет осуществляться рыночными законами и механизмами. Если такие субъекты экономической жизни, как банки и финансовые рынки, недостаточно готовы функционировать по рыночным принципам, то страна может по-

пасть в ситуацию резких циклических изменений с тяжёлыми последствиями для реальной экономики.

В диссертации рассмотрен целый ряд мер Правительства страны по качественному переходу банковско-финансовой системы на рыночные отношения без резких скачков.

Анализ специфичности банковской системы выявило положение, согласно которому от того, насколько банковский надзор будет адаптироваться к процессам инновации у коммерческих банков, будет зависеть успех банковского надзора в Узбекистане.

Анализ показывает, что стабильность банковско-финансовой системы в Узбекистане также объясняется незначительностью процесса отлива денежных средств из банков на финансовые рынки. Преобладающая роль коммерческих банков по сравнению с фондовым рынком блокирует канал «заражения» финансового кризиса и предотвращает феномен «перегрева» рынка. Как показывает анализ, в Узбекистане банки являются основными агентами на рынке ценных бумаг.

Мировая практика свидетельствует о том, что финансовые рынки являются одним из важных инструментов привлечения иностранного капитала, и в развитых странах роль финансовых рынков в финансировании реальной экономики очень высока. Следовательно, развитие финансовых рынков должно стать важной частью стратегии Узбекистана по привлечению иностранных инвестиций, но вместе с созданием превентивных условий против финансовых кризисов. Так как финансовые рынки являются на сегодня одним из самых главных очагов финансовых кризисов.

Важной отличительной чертой развития данной сферы в Узбекистане является поэтапность проводимых реформ и присутствие на каждом этапе государства, которое обеспечивает плавный переход к функционированию, поддерживает стабильность в банковском секторе и на фондовом рынке.

### 3. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенного исследования были сделаны следующие **выводы** и положения:

- ◆ Феномен отрыва финансовой сферы от реальной экономики становится практически невозможным при той политике государства, где развитие банковского сектора и фондового рынка направлено на развитие *реального сектора экономики* страны;
- ◆ Преобладание инвестиций в производство товаров и услуг, инфраструктуру над спекулятивными инвестициями обеспечивает стабильность экономики в целом;
- ◆ Оптимальное сочетание процессов поэтапного дерегулирования, либерализации с процессом оптимального сохранения роли государства

в вопросах регулирования обеспечивает банковско-финансовому сектору стабильный переход на рыночные отношения;

- ◆ Сокращение роли государства на финансовых рынках может позволить предотвратить развитие «государственного капитализма»;
- ◆ Преобладание банковского сектора над финансовыми рынками в вопросе привлечения иностранного и внутреннего капитала предотвращает феномен отлива денежных средств из банков на финансовые рынки, что блокирует еще один канал финансовых кризисов;
- ◆ Преобладающая роль государства в регулировании банковского сектора и фондового рынка, сильное присутствие государства на каждом этапе приватизации банков и крупных предприятий предотвращает такой феномен, как конфликт интересов в корпоративном управлении, тем самым обеспечивая права всех заинтересованных сторон;
- ◆ В Узбекистане имеется такая система отношений банк-клиент в вопросах кредитования (жесткое регулирование, разумное кредитование, тщательный анализ платежеспособности клиента и т.д.), которая позволяет иметь низкий уровень асимметрии информации между банком и клиентом;
- ◆ Поэтапность реформ либерализации банковско-финансовой сферы в Республике Узбекистан позволяет снизить системный риск;
- ◆ Выявлена негативная корреляция между процессами либерализации, глобализации в развивающейся стране и ее предрасположенности к финансовым кризисам.

На основе проделанных выводов разработаны следующие **рекомендации**:

- ◆ Необходимо усовершенствовать внутреннюю систему, позволяющую частным и институциональным инвесторам иметь качественную, своевременную и объективную информацию по финансовому состоянию и тенденциях развития предприятий;
- ◆ Регулирующим органам необходимо быстро и эффективно адаптировать свои механизмы и рычаги регулирования к процессам либерализации и глобализации;
- ◆ В процессе либерализации банковско-финансовой сферы в Республике Узбекистан необходимо предотвращать появление больших «мыльных пузырей» путем повышения прозрачности, открытости и степени доступа к фондовому рынку, а также усовершенствования системы надзора за участниками фондового рынка;
- ◆ Необходимо наладить такую систему отношений, как коммерческие банки – финансовые рынки, которая позволяла бы банкам и финансовым рынкам интерактивно развиваться, внедряя новые финансовые

инструменты, чтобы контуры регулирования сохранялись на нормальном уровне;

- ◆ В целях повышения эффективности функционирования акционерных обществ и финансовых рынков в целом, необходимо внедрить Кодекс этики корпоративного управления и установить жесткий контроль над исполнением стандартов данного кодекса;
- ◆ В процессе либерализации и глобализации банковско-финансовой сферы Республики Узбекистан необходимо снизить чувствительность банковского сектора и финансовых рынков к изменениям процентных ставок путем минимизации поведения Понзи;
- ◆ В целях соблюдения и уважения прав всех участников рынка ценных бумаг, минимизации издержек либерализации, необходимо в будущем придать независимый и неправительственный статус Центру по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг по мере готовности финансовых рынков и участников к полноценным рыночным отношениям;
- ◆ Необходимо, чтобы в Узбекистане финансовые инновации проходили поэтапно, без резких скачков, для максимально эффективного осуществления валютной либерализации, так как именно резкие инновационные процессы в банковско-финансовой сфере могут сократить количество инструментов монетарной политики;
- ◆ Следует стимулировать процесс привлечения сбережений для финансирования реального сектора экономики;
- ◆ Необходимо формировать доверие к банковской системе и другим финансовым институтам путем повышения их прозрачности и обеспечения надёжности предоставляемых финансовых услуг.

#### **4. СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ**

1. Комилов С.Х. Эволюция экономической мысли при анализе экономических кризисов. // Узбекистон Республикаси Президентининг «Истеъдод» жамгармаси Хорижда таълим олган ёш мутахассисларнинг 1-конференцияси. – Ташкент. 2003. 1-том. С. 343-351.
2. Комилов С.Х., Муминов Ш. Финансовый кризис как одна из составляющих экономических циклов. // Ж. Рынок, деньги и кредит. 2003. №8. С. 50-55.
3. Комилов С.Х., Муминов Ш. Поэтапное развитие банковского сектора - гарант стабильности экономики. //Ж. Рынок, деньги и кредит. 2003. №2. С. 5-8.
4. Комилов С.Х. Производные финансовые инструменты. // Ж. Экономический Вестник Узбекистана. 2002. №7-8. С. 26-28.

5. Комилов С.Х. Центральный банк – кредитор последней инстанции. // Сборник тезисов и докладов международной научно-практической конференции, «Пятнадцатые Международные Плехановские чтения», (Российская Экономическая Академия имени Г.В. Плеханова) – Москва. 2002. С. 104-106.
6. Комилов С.Х. Банки и финансовые рынки. // Ж. Рынок, деньги и кредит. 2002. №7. С. 9-11.

Соискатель:

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'S. Kh. Komilov', written over a horizontal line.

**Иқтисод фанлари номзоди илмий даражасига талабгор  
Комилов Собир Хожнаасроровичнинг  
08.00.01 – «Иқтисодий назария» ихтисослиги бўйича «Молия  
инкирозларининг таркибий ва конъюнктура жиҳатлари» мавзусидаги  
диссертациясининг**

**ҚИСҚАЧА МАЗМУНИ**

**Калитли сўзлар:** молия инкирозлари, таркибий ва конъюнктура омиллари, банк-молия тизими, назарий мактаблар, “молия кўпиклари”, спекуляция, молия инновацияси, тизим хатарлари, иқтисодий агентларнинг ишончсизлиги.

**Тадқиқот объектлари:** Жаҳонда содир бўлган молия инкирозлари таҳлили асосида уларнинг асосий омилларини ўрганишнинг назарий йўналишлари тизими.

**Ишнинг мақсади:** Молия инкирозларининг дихотомик таҳлили асосида омиллар тизимини аниқлаш ва Ўзбекистон Республикаси банк-молия тизимининг молия инкирозларига бўлган мойиллигини аниқлашдан иборат.

**Тадқиқот методи:** замонавий иқтисодиёт назарияси, эмпирик, тизим-таркибий ёндашувлар; компаратив ва тизимли таҳлил.

**Олинган натижалар ва уларнинг янгилиги:** Комплекс илмий-назарий тадқиқотлар асосида молия инкирозларининг асосий омиллари аниқланди; иқтисодиёт назариясининг иқтисодий инкирозларни ўрганиш таҳлилий аппарати икки босқичга бўлиб ўрганилди; Ўзбекистон банк-молия тизимининг молия инкирозларига бўлган мойиллиги аниқланди; Ўзбекистон Республикаси банк-молия тизимини таҳлил қилиш асосида молия инкирозларининг асосий омилларини ўрганишнинг илмий-назарий хулосалари ишлаб чиқилди; илмий изланишлар натижасида банк-молия тизимининг барқарорлиги унинг босқичма-босқич ривожланиши ва кетма-кетлиги билан чамбарчас боғлиқлиги исботланди.

**Амалий аҳамияти:** Тадқиқот жараёнида олинган илмий хулоса ва амалий таклифлар банк-молия тизимининг барқарорлигини таъминлашда, ўтиш иқтисодиёти мамлакатлари марказий банклари ва молия бозорларини тартибга солиб турувчи муассасалари томонидан қўлланилиши мумкин.

**Тадбиқ этиш даражаси ва иқтисодий самарадорлиги:** Молия инкирозлари асосий сабабларининг таҳлили Марказий Осиёни Тадқиқ қилиш Франция Институтини томонидан 2003 йилда (август-сентябр) ташкил қилинган „Иқтисодий назария“ курси бўйича ўтказилган ёзги мактаб лойиҳасининг амалга оширилишида қўлланилган.

**Қўлланиш соҳаси:** молия бозорларини тартибга солиш, банк тизимини назорат қилиш, иқтисодий таълим тизими.

## RESUME

**Thesis of Sobir kh. Komilov  
on the academic degree competition of the candidate of economic science,  
specialty 08.00.01 – Economic theory subject:  
“Structure and conjuncture aspects of financial crisis”**

**Key words:** financial crisis, structure and conjuncture factors, banking and financial system, theoretical schools, “financial bulls”, speculation, financial innovation, systemic risks, economic agent confidence.

**Subjects of the inquiry:** system including the different approaches of studying of the main factors of financial crisis on the empirical basis.

**Aim of the inquiry:** the examination and elaboration of system including the main factors of financial crisis by the mean of dichotomy analysis for the purpose of the determination of the predisposition of the banking and financial sector of the Republic of Uzbekistan relative to financial crisis.

**Method of inquiry:** modern economic theory, empirical and systemic-structural approaches, comparative and systemic analyses.

**The results achieved and their novelty:** the main factors of financial crisis are determined in result of scientific research with using of theoretical and complex approaches; economic theory of the examination of the economical crisis is divided in two analytical period; the predisposition of the financial and banking system of Uzbekistan to the financial crisis are determined; the essential scientific and theoretic results of the research of the main factors of financial crisis are applied in the analysis of the Uzbekistan’s banking and financial sector; in result of researches on financial crisis, the existence of positive correlation between of stability in banking and financial sector and his step by step and consecutive development is demonstrated.

**Practical value:** This research and his scientific results and recommendations can be applied by central banks and financial markets regulation organizations ensuring the stability of the banking sector and financial markets in industrialized and developing countries.

**Degree of embed and economical effectiveness:** the materials and scientific conclusions of the dissertation are used for realisation of the summer school project on Economic theory organized by French Institute for Central Asia Studies in 2003 (August-September).

**Sphere of usage:** financial markets, banking regulations, economic education system.

## РЕЗЮМЕ

**диссертации Комилова Собира Хожиясроровича на тему:  
«Структурные и конъюнктурные аспекты финансовых кризисов»  
на соискание ученой степени кандидата экономических наук  
по специальности 08.00.01 – Экономическая теория**

**Ключевые слова:** финансовые кризисы, структурные и конъюнктурные факторы, банковско-финансовая система, теоретические школы, «мыльные пузыри», спекуляция, финансовая инновация, системные риски, недоверие экономических агентов.

**Объекты исследования:** система, включающая в себя различные подходы изучения основных причин возникновения финансовых кризисов на основе анализа происшедших кризисов.

**Цель работы:** Целью работы является выявление системы причин финансовых кризисов путем осуществления «дихотомического анализа» с целью определения предрасположенности банковско-финансовой системы Республики Узбекистан к финансовым кризисам.

**Метод исследования:** современная теория рыночной экономики, эмпирические, системно-структурные подходы, компаративный и системный анализ.

**Полученные результаты и их новизна:** в результате исследований определены основные факторы финансовых кризисов на основе теоретического и комплексного подхода; разработан двухэтапный анализ экономической теории для изучения экономических кризисов; выявлены предрасположенность банковско-финансовой системы в Республике Узбекистан к финансовым кризисам, использованы научно-теоретические заключения изучения факторов финансовых кризисов; теоретически доказана зависимость стабильности банковско-финансовой системы от её поэтапного и последовательного развития.

**Практическая значимость:** Полученные в ходе исследования научные выводы и рекомендации могут быть использованы центральными банками и регулирующими институтами финансовых рынков в странах с переходной экономикой и развивающихся странах с целью обеспечения стабильности банковско-финансовой системы.

**Степень внедрения и экономическая эффективность:** Материалы и результаты диссертационного исследования использованы при реализации проекта летней школы по «Экономической теории», организованной Французским Институтом Исследования Центральной Азии в 2003 году (август-сентябрь).

**Область применения:** регулирование финансовых рынков, банковской системы, система экономического образования.

Подписано к печати 16.04.2004. Объем 1,2 п.л.  
Формат 60x84 1/16. Тираж 100 экз. Заказ 79.  
Отпечатано в микрофотографии экономического факультета  
Национального университета Узбекистана им. М.Улужбека.