

## АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА: ВЗГЛЯД СКВОЗЬ ПРИЗМУ СОВРЕМЕННЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ УЧЕНИЙ

Таир Гараев

Университет Азербайджан, Баку, Азербайджан  
e-mail: [tahirkarayev@yandex.ru](mailto:tahirkarayev@yandex.ru)

**Резюме.** В статье рассматриваются теоретические и методологические принципы развития финансового рынка и обращения капитала, а также подходы современных экономических учений, формирующих механизм функционирования финансового рынка. Исследование обобщает основные теоретические и методологические подходы к изучению рынков капитала с помощью экономических теорий и учений известных экономистов прошлого и современности.

**Ключевые слова:** Рынок капитала, финансовый рынок, экономика, экономическая теория.

---

### MALİYYƏ BAZARININ İNKİŞAFININ AKTUAL PROBLEMLƏRİ: MÜASİR İQTİSADİ TƏLİMLƏR PRİZMASINDAN BAXIŞ

**Tahir Qarayev**

*Azərbaycan Universiteti, Bakı, Azərbaycan*

**Xülasə.** Məqalədə maliyyə bazarının və kapitalın dövriyyəsinin inkişafının nəzəri və metodoloji prinsipləri, eləcə də maliyyə bazarının fəaliyyət mexanizmini təşkil edən müasir iqtisadi təlim yanaşmaları təhlil edilir. Məqalədə keçmiş və müasir iqtisadçıların iqtisadi nəzəriyyə və təlimlərindən istifadə etməklə kapital bazarlarının öyrənilməsinə dair əsas nəzəri və metodoloji yanaşmalar ümumiləşdirilir.

**Açar sözlər:** Kapital bazarı, maliyyə bazarı, iqtisadiyyat, iqtisadi nəzəriyyə.

### CURRENT PROBLEMS DEVELOPMENT OF FINANCIAL MARKET: A LOOK THROUGH THE PRISM OF MODERN ECONOMIC TEACHINGS

**Tahir Garayev**

*Azerbaijan University, Baku, Azerbaijan*

**Abstract.** The article examines the theoretical and methodological principles of financial market development and capital circulation, as well as the approaches of modern economic teachings that form the mechanism of financial market functioning. The study summarizes the main theoretical and methodological approaches to the study of capital markets using economic theories and teachings of famous economists of the past and present.

**Keywords:** Capital market, financial market, economics, economic theory.

---

## 1. Введение

**Постановка проблемы.** Новые явления, наблюдаемые на мировых финансовых рынках, заставляют ученых прибегать к ревизии основных понятий и гипотез экономической науки. Развитие рынков ценных бумаг – это непрерывный эволюционный процесс, ориентированный на аккумуляцию инвестиционных ресурсов для экономического роста и постоянства финансовых систем [1, с.7]. Признаком современной экономики и денежных систем стала нестабильность. Она больше не воспринимается исключительным явлением, а становится их внутренним свойством. Причины циклического развития экономики и возникновения финансовых катастроф

пока полностью не выявлены и требуют системной точки зрения сквозь призму исторического экскурса.

**Анализ исследований.** Исследование проблем кругооборота капитала и формирование финансового рынка основано и развивалось известными учеными экономистами разных исторических эпох, среди которых: Тюрго А., Смит А., Рикардо Д., Блауг М., Бастиа Ф., Бем-Баверк О., Маркс К., Туган-Барановский М., Кондратьев М., Маршалл А., Кейнс Дж., Хикс Д., Самуэльсон П. Каждый подход не раскрывает природу капитала полностью, что одновременно подтверждает сложное содержание категории и не простой процесс развития самой экономической науки, что чаще всего ставилась на службу существующим социально-экономическим системам.

Переосмысление мнений классиков политической экономии в части отдельных вопросов становления рынков капитала отражают труды таких современных ученых: Бадеа Л., Дайцман С., Барташевская Ю., Малышенко К., Пластун О., Яворский А., Бычина Ю., Гуляева Л., Кулик А., Хохич Д., Грейнджер В., Мацелюх Н., Гринвуд Дж., Дорнбуш Р. и пр. Оценивая научное наследие указанных авторов, следует признать потребность обобщения их мнений по поводу движущих сил развития современного рынка капитала.

**Цель статьи.** Целью статьи является выявление закономерностей эволюции экономических теорий денежного рынка и кругооборота капитала, их применение для объяснения современных тенденций развития денежного рынка.

**Изложение основного материала.** Согласно классической теории стоимости количество капитала и норма прибыли определяется балансом намерений домохозяйств к сбережению и инвестициям. Главной целью участников финансового рынка является: для реципиентов – формирование капитала, для инвесторов – повышение благосостояния, которое называется доходом, а если оно выражается в процентах к стоимости инвестиций – ставкой дохода [2, с.67]. Помимо значения доходности финансовые аналитики имеют дело также с неопределенностью получения дохода, а именно с ней связан анализ риска.

Значительный вклад в теорию финансовых рынков внес английский экономист конца XIX - начала XX ст. Альфред Маршалл, исходивший из того, что формирование рыночных цен на капитал происходит в результате взаимодействия спроса и предложения. Он связывал изменение спроса с категорией предельной полезности, а предложения с решающим влиянием издержек производства. Определение и сущность процента признается результатом не эквивалентного обмена, а установление рыночного равновесия. В теории, разработанной Джоном Мэйнардом Кейнсом, отмечается, что уровень нормы процента является вознаграждением за фактическую утрату ликвидности инвестированных денег. Наибольшее значение имеют такие аспекты его теории как формирование макроэкономического равновесия, исследование асимптотических функций спроса на финансовый капитал, эффекты инвестиционных ловушек.

Финансовые теории часто базируются на явных или неявных предположениях, относящихся к вероятностной структуре случайных процессов, лежащих в основе динамики ценовых данных (доходность акций, курсы валют, процентные ставки и т.п.). В статье Бадеа Л. на примере Франции, ее основных бирж и фондовых индексов показаны возникновение и развитие модели ценообразования капитальных активов CAPM (Capital Asset Pricing Model), возможность ее применения, роль коэффициента бета ( $\beta$ ) в этой модели, а также возможности ее развития и недостатки CAPM различаются по типам рисков, которым субъект подвергается на рынке: риски, специфические для фирмы (несистематический риск) и риски, вытекающие из общей эволюции рынка (систематический риск). Любой инвестор подвергается определенной степени риска при инвестировании в рынок и результат его инвестиционной деятельности может оказаться выше или ниже уровня ожиданий [3, с.176].

Исследование Дайцман С. Прошла эмпирическую проверку на действенность модели CAPM для словенского фондового рынка, показавших ее слабую действенность, поскольку не соблюдены: во-первых, акции с нулевой бетой, которые не приносят такого же дохода как безрисковые активы; во-вторых, положительная взаимозависимость по прибыльности не подтверждена [4, с.308]. Рыночный риск делает доходы инвестора по инвестиционному портфелю неопределенным и модель CAPM не учитывает характеристик потребления, тогда как благосостояние является промежуточным звеном между финансовыми активами и потреблением.

Нобелевский лауреат Джеймс Тобин доказал, что оптимальным для рискованного инвестора портфелем будет рыночный портфель (с весами активов, соответствующими складывающимся весам на рынке), в котором остается только систематический риск, не устраненный диверсификацией капитала. Он предложил для оценки финансового капитала использовать определенный показатель, названный коэффициентом Тобина – что представляет собой отношение рыночной стоимости акций к балансовой стоимости акций компании. Дж. Тобин предложил ввести международный налог на валютные операции с инструментами, номинированными в иностранной валюте, целью которого было снижение волатильности валютных курсов на международном уровне. В современных условиях понимание налога Дж. Тобина отличается от базовой идеи, поскольку им называют налоги не только на валютные операции, но и на любые операции с финансовыми инструментами [15], то есть на финансовые транзакции [15]. Его плательщиками являются финансово-кредитные организации, инвестиционные, брокерские и страховые компании, пенсионные и хедж-фонды.

В развитие теории поведения цен на финансовом рынке немаловажный вклад внесли Уильям Шарп, Гарри Макс Марковиц, Мертон Говард Миллер, получившие Нобелевскую премию за свое научное наследие. Признаком развитости экономики является состояние ее финансового рынка, которое является определяющим для других

отраслей национального хозяйства. Приоритетом нерыночных экономик является привлечение инвестиций в реальные активы, тогда как большинство денежного капитала в других условиях устремляется в финансовый сектор, что способствует росту реальных инвестиций.

Оценка движения ценных бумаг часто демонстрировала положительные и отрицательные эксцессы, непостоянство дисперсии, элиминирование которых было предложено, из-за смены нормального распределения, Вильфредо Парето. Критериями оптимизации являются: любое изменение, которое не причиняет ущерба одной стороне и при этом приносит пользу другой, является улучшением; решение, по сравнению с которым любое другое ухудшающее положение хотя бы одной из конфликтных сторон, является положительным; разнообразие условий, в рамках которых формируются критерии оптимальности обеих сторон [12]. Новые выявленные закономерности привели к развитию моделей динамической волатильности. Было установлено, что в период кризисов исторические корреляции между классами активов и его характеристики, как правило, кардинально изменяются. Нормальный характер активов исчезает, вместо этого возникает высокая корреляция отдельных классов активов, а альтернативные инвестиции, избранные на основе их способности генерировать альфа без бета, внезапно приносят высокую бета с низкой альфа.

Известным представителем измерения и прогнозирования волатильности финансового рынка является Тим Петер Боллерслев на основе интегрированной модели GARCH (Integrated Generalized Autoregressive Conditional heteroscedasticity), предназначенной для обобщения анализа временных рядов и авторегрессии условной гетероскедастичности. Под последней в статистике понимают последовательность случайных величин, если они имеют разную дисперсию. Термин означает “разная дисперсия” и происходит от греческого слова “hetero” (“другой”) и “skedasis” (“дисперсия”). Если последовательность случайных величин имеет постоянную дисперсию, то это явление носит название “гомоскедастичность” (от греческого homos - равный, одинаковый, взаимный, общий).

Критиками гипотезы эффективного фондового рынка являются бихевиористы (англ. behaviorism, behaviourism, от англ. behavior – “поведение”), утверждающие, что она не учитывает специфику человеческого поведения, и ее рациональность. Однако, оппоненты считают, что рынки могут быть эффективными даже тогда, когда некоторые группы инвесторов иррациональны и взаимосвязаны. Их аргументы сводятся к следующему: фондовые рынки имеют аномалии, когда они становятся общеизвестными, инвесторы начинают их ослаблять и устранять. Возникает парадокс: постоянный поиск неэффективных тенденций делает рынок более эффективным. Их причинами являются: отклонение рыночной цены акций от их внутренней стоимости (ее переоценка стимулирует эмиссионный процесс, тогда как недооценка – нет), приоритет формы над содержанием, искажение информации об инвестиционной привлекательности,

искажение результата оценки нужной инвесторам доходности, исходящие из предпосылки эффективности рынка.

Стивен Алан Росс предложил теорию арбитражного ценообразования (The Arbitrage Pricing Theory - АРТ) как альтернативную версию модели оценки капитальных активов, которая акцентирует внимание на связи между доходностью и риском ценными бумагами. Он доказал, что существует определенное количество факторов, имеющих стоимостную оценку и влияющих на ставку ожидаемого дохода по ценной бумаге. Если действие указанных факторов ограничено, то на рынке капиталов создаются возможности для арбитражных операций, а ожидаемая доходность ценной бумаги является функцией безрисковой процентной ставки и различных факторов, каждый из которых определен рыночной ценой. В модели арбитражного ценообразования содержится набор различных источников систематического риска, позволяющий учитывать факторы, которые специфичны для определенного сегмента, отрасли. Наиболее важными из них являются: изменения в уровне ВВП и промышленного развития, инфляционные ожидания, разница в доходности низко и высокорисковых ценных бумаг.

В теории случайного блуждания цен на акции также есть оппоненты. Оскар Моргенштерн и Сэр Клайв Уильям Джон Грейнджер) обнаружили незначительную отрицательную автокорреляцию доходности отдельных акций вопреки динамике рыночных фондов [2]. Они соглашались, что краткосрочные колебания цен подчиняются случайному блужданию, но долгосрочные – нет.

Юджин Фама формализовал три постулата теории эффективного рынка: обеспечение полноты фондовых рынков; конкурентность поведения потребителей и производителей; достижение состояния равновесия. Нарушение хотя бы одного из этих условий приводит к неэффективному размещению ресурсов и потерям в общественном благополучии. Принцип полноты рынков предполагает возможность обеспечения коммуникации между своими участниками и их информирование о заключении взаимовыгодных соглашений.

Известный американский экономист и профессиональный инвестор Бенджамин Грэхэм является автором теории стоимостного инвестирования (англ. value investing). Зарабатывая миллионы на фондовом рынке, он стремился передать свои знания учащимся и выпустил целую плеяду гениальных финансистов, особое место среди которых занимает Уоррен Эдвард Баффет - успешный американский инвестор, предприниматель, филантроп. В 1949 году вышла книга Бенджамина Грэхема “Умный инвестор”, в которой изложено содержание рационального подхода, что может поднять процесс инвестирования на профессиональный уровень за счет выявления недооцененных акций, предсказания поведения рынка в будущем. Его выводы дают полезные советы для инвесторов в условиях непредсказуемости и хаотичности.

Информационный аспект в поведении рыночных субъектов занимает важное место также в теории рациональных ожиданий, разработанной в 60-70-х годах прошлого века Робертом Эмерсоном Лукасом. Указанный американский экономист получил Нобелевскую премию в 1995 г. за развитие и изменение гипотезы рациональных ожиданий участников фондового рынка. Главный постулат его теории состоит в том, что формирование надежд экономических субъектов основывается на использовании имеющейся доступной информации по принципам оптимальности и рациональности. На подобных исходных позициях основывается теория асимметричной информации, начатая американскими учеными Джорджем Акерлофом, Майклом Спенсом, Джозефом Стиглицем.

Волновая теория разработана Ральфом Нельсоном. Согласно ей движение цен на финансовых рынках состоит из постоянно повторяющихся циклов. Типичным циклом считается последовательность пяти волн на стадии роста цены с последующими тремя стадиями спада. С практической точки зрения более реалистична так называемая “теория хождения наугад”, или теория случайного шага (Random Walk Theory), согласно которой курсы акций изменяются бессистемно независимо от исторических изменений, поэтому их нельзя предусмотреть на основании конъюнктурных данных прошлых времен, поскольку они не зависят от предыдущей динамики. Колебание цен носит сугубо случайный характер, поэтому получение арбитражной прибыли путем прогнозирования на основании информации прошлых периодов невозможно.

Основателем фрактальной теории является Б. Мандельброт. Изучая экономику, он обнаружил, что внешние произвольные колебания цены могут следовать скрытому математическому порядку во времени, не описанном стандартными кривыми Гаусса. Мандельброт проследил симметрию как длительных, так и краткосрочных колебаний цены и показал, что с помощью фрактальной теории можно создать правдоподобные ценовые диаграммы котировок или индексов акций, чтобы оценить риски инвестирования в них.

Среди множества методов фрактального анализа финансовых рынков наиболее интересен анализ R/S (метод Херста-1880-1978), который можно использовать для изучения временных рядов в экономике и на рынках капитала и позволяет вам найти которые из этих серии являются случайными. Теория финансового резонанса является альтернативой теории финансов, которая объясняет процессы дестабилизации фондовых рынков под влиянием информационных сигналов. Факторами частоты колебаний являются: значительная амплитуда стоимости ценных бумаг, динамика рынка, кризис, паника на фондовых рынках и многое другое. Эта теория позволяет вам различать следующие этапы процесса обеспечения стабильности и эффективности функционирования фондовых рынков: определение индикатора устойчивого развития рынка, его нормальное колебание, оперативный анализ информационных сигналов,

использование профилактических показателей для стабилизации силы влияния на рынок.

Хайман Филип Минский, американский экономист, является представителем монетарного пост - кейнсианства, автор гипотезы о финансовой нестабильности или финансовой хрупкости, которая лежит в основе уверенности в поведении иррациональных инвесторов. В 1950 - х годах произошла интеграция финансовых рынков с разделением в теорию экономического мейнстрима (основной экономики) и неортодоксальных теорий (гетеродоксальная экономика). Первая группа теорий соответствует преобладающему консенсусу в области экономических исследований и имеет следующие функции: акцент на распределении ресурсов в данном интервале времени; утилитаризм; основание на предельных значениях; предположения о перспективной рациональности субъектов; методологический индивидуализм; гипотеза общего равновесия как целевое состояние рыночной системы в целом и ее компоненты; использование математической логики для описания экономических процессов. Вторая группа теорий, по сравнению с первой, менее формализована. Ключом являются следующие концепции: денежная экономика, долгосрочные активы, эндогенные деньги, финансовая хрупкость, которая подтверждает взаимодействие реальных и финансовых рынков с точки зрения макроэкономического анализа.

Теория катастрофы, основанная на использовании фундаментального и технического анализа, является моделью рынка, состоящего из двух групп участников: фундаменталисты (принимают свои решения об инвестировании исключительно на основе фундаментального анализа), и чартистов (отслеживают графики рыночного поведения с целью создания прогнозов на основе технического анализа). Таким образом, в основе финансовых инвестиций на фондовые рынки лежит их предсказуемость и рациональность поведения инвесторов (полное, ограниченное, отсутствующее).

Джозеф Юджин Стиглиц - американский экономист и профессор Колумбийского университета (Нью-Йорк). Нобелевская премия 2001 года за изучение рынков с асимметричной информацией, где предполагается, что среди традиционных функций кредитных рынков имеется две основных функции: распределение капитала и контроль капитала со стороны банков.

Изучение процесса финансовой оценки основано на пост -кейнсианской теории инвестиций, основным направлением которой является изучение способов максимизации дохода, минимизации затрат для «экономического человека». Согласно теории, существует два условия для развития бизнеса: ожидания прибыли и достаточные ресурсы для реализации проекта.

#### **Заключение.**

1. В статье суммируются основные теоретические и методологические подходы к изучению рынков капитала со следующими теориями: неоклассицизм,

ценообразование и налогообложение капитальных активов, цены на финансовом рынке, динамическая волатильность, эффективный фондовый рынок, бихевиоризм, и т.д. Рассмотренные теории, несмотря на их разнообразие, не являются противоречивыми. Их различие определяется акцентом на различные элементы, которые лежат в основе функционирования финансовых рынков - объектов (цены на активы, курсы по ценным бумагам, процентные ставки); субъектов (их поведение, ожидания, мотивация); институциональной среды (степень государственного регулирования, налогообложение, условия обмена информацией и ее характеристики, конкуренция).

2. Дестабилизирующими факторами развития финансовых рынков являются: отсутствие информации, уникальная спекулятивная природа, сложность определения справедливой стоимости ценных бумаг, значительное влияние поведенческих факторов на принятие инвестиционных решений. Вероятность дестабилизации фондового рынка повышается в момент роста количества информационных сигналов, свидетельствующих о положительном или негативном влиянии на рынок, несоответствие частоты их возникновения тенденциям динамики рынка. В этих условиях неоклассическую экономическую парадигму, которая делает акцент на анализе взаимодействия спроса и предложения, необходимо дополнить теорией поведенческих финансов, которая учитывает личностные мотивы поведения эмитентов и инвесторов на финансовом рынке и предполагает нерациональность их поведения.

3. Неэффективные финансовые рынки не могут обеспечить автоматическое уравнивание спроса и предложения посредством быстрого изменения цен по причине отсутствия полной или надежной информации и различных институциональных ограничений. Теория поведенческих финансов основывается на относительных ожиданиях индивидуального лица по поводу таких параметров, как полезность, прогнозирование положительных или отрицательных финансовых результатов. Неэффективность финансовых рынков оказывает негативное влияние на развитие поведенческой макроэкономической теории, поскольку приводит к несоответствию ожидаемых и фактических результатов его участников. Поэтому основным направлением государственного регулирования финансовых рынков должно стать обеспечение развития в направлении уменьшения информационной асимметрии.

### **Литература**

1. Мацелюх Н. (2011), Основные теории происхождения цен на финансовом рынке. Вісник Государственной комиссии з ценних бумаг та фондового рынка, Том.1, 3–10.
2. Грейнджер С.В.Дж., Моргенштерн О. (1963), Спектральный анализ цен на фондовом рынке Нью-Йорка, KIKLOS. Международное Обозрение Социальных Наук, Том.16, ис.1, 127.
3. Бадя Л. (2013), CAPM в рамках современного европейского рынка капитала. Актуальные Проблемы Экономики, Том.8, 172-182.

4. Дайцман С. (2013), Действительна ли САРМ? Данные из Словении. Актуальные Проблемы Экономики, Том.9, 303-311.
5. Барташевская Ю., Яворский М.А.О. (2015), Фрактальный анализ финансовых рынков: Теоретические и практические аспекты применения. Европейский вектор экономического развития. Экономические Науки, Том.1, 7-14.
6. Ярошевская О.В. (2018), Механизмы формирования капитала субъектов хозяйствования в условиях развития фондового рынка Украины. Краматорск: Донбасская государственная машиностроительная академия, 516.
7. Малышенко К. (2013), Основы теории мутаций фондового рынка. Рынок ценных бумаг, Том.1, 17-22.
8. Arestis P., Chortareas G., Desli E. (2006), Financial development and productive efficiency in OECD countries: An exploration analysis. Manchester School (14636786), Special Issue, Vol.74, No.4, 417-440.
9. Buffie E.F. (1984), Financial repression, the new structuralists and stabilization policy in semi-industrialized economies. Journal of Development Economics, 305-320.
10. Bencivenga V., Smith B.D. (1991), Financial intermediation and endogenous growth. Review of Economic Studies, Vol.58, No.2, 195–200.
11. Dornbusch R., Reynoso A. (1989), Financial factors in economic development. Papers and Proceedings of the Hundred and First Annual Meeting of the American Economic Association, The American Economic Review, Vol.79, No.2, 204-209.
12. Ngatchou P., Zarei A., El-Sharkawi M.A., (2012), Pareto Multi Objective Optimization. [https://web.archive.org/web/20121119001049id/http://www.labplan.ufsc.br:80/ftp/ISAP/PDFs/Papers/012\\_f105.pdf](https://web.archive.org/web/20121119001049id/http://www.labplan.ufsc.br:80/ftp/ISAP/PDFs/Papers/012_f105.pdf)
13. Greenwood J., Jovanovic B. (1990), Financial Development, growth and the distribution of income. Journal of Political Economy, Vol.98, 1076–1107.
14. Ouandlous A. (2010), Capital markets and economic development: A framework for newly liberalized economies. Journal of Business & Economics Research, Vol.8, No.6, 9-16.
15. CME Group, Impact of Tobin Taxes, October 22, 2010, <https://www.cmegroup.com/education/files/Tobin-Taxes.pdf>