

**ФАКТОРЫ РАЗВИТИЯ
ИНВЕСТИЦИОННОГО РЫНКА В
ЭКОНОМИКЕ СОГДИЙСКОЙ ОБЛАСТИ**

**ОМИЛҲОИ РУШДИ БОЗОРИ
ИНВЕСТИЦИОНӢ ДАР
ИҚТИСОДИӢТИ ВИЛОЯТИ СУҒД**

**FACTORS OF DEVELOPMENT OF
THE INVESTMENT MARKET IN THE
ECONOMY OF THE SUGH D REGION**

Назаров Хуришед Сабирджанович, канд.
экон. наук, доцент кафедры экономической
теории ТГУПБП (Худжанд, Таджикистан)

Назаров Хуришед Собирҷонович, н.и.и.,
доценти кафедраи назарияи иқтисодиёти
ДДХБСТ (Хуҷанд, Тоҷикистон)

Nazarov Khurshed Sabirdzhanovich, Ph.D.,
associate professor of the department of economic
theory under TSULBP (Khujand, Tajikistan)
e-mail: nazarovhurshed70@gmail.com

Проанализирован опыт развитых стран с целью применения эффективных мер финансовым сектором Республики Таджикистан и её регионов, и достижения стратегических целей. Определены проблемы, которые при их устранении дадут желаемый эффект и на уровне региона, и в масштабах республики. Выявлены инвестиционные составляющие, опирающиеся на теоретические концепции, которые проявили устойчивость при волатильности мировой экономики. Применение институционального подхода обусловлено симбиозом неоклассической теории и особенностей национальной экономики. Проведенный анализ позволяет утверждать, что осуществление кредитной поддержки товаропроизводителей в ведущих секторах экономики чрезвычайно важно для формирования жизнеспособного конкурентоспособного хозяйства. Внимание акцентируется на том, что банковское инвестиционное кредитование представляет собой самостоятельную группу кредитных отношений, имеющих важное значение для инвестиционной сферы. Это определяет необходимость разработки банковской системы управления инвестиционным кредитованием, что в свою очередь требует четкой идентификации и классификации кредитных инвестиционных продуктов.

Ключевые слова: инвестиционное кредитование, предприятия, финансовый сектор, банки, рынок, конкурентоспособное хозяйство

Таҷрибаи мамлакатҳои мутараққӣ ба мақсади андешидани тадбирҳои самаранок аз ҷониби баҳши молиявии Ҷумҳурии Тоҷикистон ва минтақаҳои он ва ноил гардидан ба мақсадҳои стратегӣ таҳлил карда шудааст. Муаммоҳои муайян карда шудаанд, ки дар сурати рафъи онҳо ҳам дар сатҳи минтақа ва ҳам дар миқёси ҷумҳурии самарави матлуб медиҳанд. Ҷузъҳои таркибии инвеститсионӣ ошкор карда шудаанд, ки онҳо ба консепсияи назариявие таъя мекунад, ки ҳангоми тағйирёбандагии иқтисодиёти ҷаҳонӣ устуворӣ зоҳир кардаанд. Истифодаи равиши институтсионалӣ омезиши назарияи неоклассикӣ ва вижагиҳои иқтисодиёти миллӣ тақозо кардааст. Дар асоси таҳлил тасдиқ кардан мумкин аст, ки амалӣ гардонидани дастгирии кредитии молистеҳсолкунандагон дар бахшҳои нешбари иқтисодиёт барои таъини ҳолати қобили ҳаёти рақобатпазир аҳамияти фавқулода дорад. Диққат ба он ҷалб карда шудааст, ки кредитдиҳии инвеститсионии бонкӣ гурӯҳи муостақили муносибатҳои кредитӣ мебошад, ки барои соҳаи инвеститсионӣ аҳамияти калон дорад. Ин нукта зарурати таҳияи низоми бонкии идоракунии кредитдиҳии инвеститсиониро муайян мекунад, ки дар навбати худ мувофиқат ва таснифи дақиқи маҳсулоти инвеститсионии кредитиро талаб менамояд.

Калидвожаҳо: кредитдиҳии инвестиционӣ, корхона, баҳши молиявӣ, банк, бозор, ҳоҷагии рақобатпазир

The article analyzes the experience of developed countries in order to apply effective measures by the financial sector of the Republic of Tajikistan and its regions and achieve strategic goals. Problems have been identified that, if eliminated, will give the desired effect both at the regional level and across the republic. Investment components based on theoretical concepts that have demonstrated stability in the face of global economic volatility have been identified. The use of the institutional approach is due to the symbiosis of neoclassical theory and the characteristics of the national economy. The analysis allows us to assert that the implementation of credit support for commodity producers in leading sectors of the economy is extremely important for the formation of a viable competitive economy. Attention is focused on the fact that bank investment lending is an independent group of credit relations that are important for the investment sphere. This determines the need to develop a banking system for managing investment lending, which in turn requires clear identification and classification of investment credit products.

Key-words: investment lending, enterprises, the financial sector, banks, market, competitive farming

Сегодня ни для кого не секрет, что основными игроками на рынке инвестиционного кредитования являются государство, международные финансовые институты, небанковские кредитные организации, банки, а также компании. Прямые банковские кредиты являются важным источником ссудных средств для инвестиционной деятельности. Однако у экономистов до сих пор нет единого мнения о конкретных сроках выдачи этого вида банковских кредитов.

Принято считать, что к краткосрочным кредитам относятся сделки со сроком погашения до одного года (во многих развитых странах). Краткосрочные кредиты в основном выдаются для покрытия текущих активов заемщика, устранения проблем с ликвидностью и решения существующих финансовых проблем.

К среднесрочным кредитам относятся кредиты, выдаваемые на срок более года, но, в зависимости от страны, срок может достигать пяти-восьми лет, поэтому определение среднесрочных кредитов может меняться и колеблется от 6 до 8 лет [1].

В последние годы в Таджикистане установлен лимит для долгосрочных кредитов со сроком погашения не более 5 лет. Среднесрочные и долгосрочные кредиты могут быть использованы заемщиками для удовлетворения их инвестиционных потребностей в качестве источника покрытия разнородных расходов. На наш взгляд, в данном случае определение времени погашения кредита приведено условно. При получении данного ресурса важно учитывать срок окупаемости инвестиционного проекта, осуществляемого за счет кредитных средств. Если этот период короткий и не превышает года (что маловероятно, но возможно при внедрении инновационных разработок), стоимость краткосрочных кредитов снижается и их можно использовать в инвестиционных целях.

Инвестиционные кредиты иногда называются «кредитами на развитие». Под этим мы подразумеваем кредиты, которые способствуют развитию производственных мощностей различных компаний, а также активные инвестиционные процессы, которые способствуют повышению инвестиционного потенциала коммерческих банков.

Банковская система Таджикистана является одним из наиболее динамичных секторов экономики. Если в 2020 году средние активы коммерческих банков превышали 68 % к ВВП, а в 2022 году – 72 %, то в 2023 году они достигли 76 %. В 2020 году экономика

выдала в 2,1 раза больше кредитов, а банки выдали их в 2,8 раза больше, чем в 2021 году, и на 43 % больше, чем к 2023 году. Что характерно, более 80 % выданных кредитов были среднесрочными и долгосрочными [2; 5]. В основном эти кредиты как фактор льготного инвестирования были предназначены для финансирования важных проектов, реализуемых в настоящее время в регионах страны. Само собой разумеется, что все кредиты выдаются базовым отраслям экономики: добывающим и перерабатывающим отраслям, сельскому хозяйству, транспортной системе и многим другим, которые принципиально важны и ориентированы на экспорт.

Совокупный капитал коммерческих банков Таджикистана вырос довольно быстро – на 33-37 % – по сравнению с первым этапом рыночных реформ. При этом доля банковских денежных средств в ВВП за последние годы снизилась и в 2021 году составила 10,3 %. Однако в 2022 году это значение увеличилось до 12,5 % [2]. Согласно международным рейтингам, банки Таджикистана занимают очень низкое место в экономике. В Бразилии, Мексике и США соотношение валового внутреннего продукта и валовых чистых активов превышает 50 %, а во Франции, Японии и Германии оно еще выше – 150-200 %. Конечно, возможности для обеспечения инвестиционных кредитов в этих странах очень высоки и напрямую зависят от их доли в конечном продукте [3].

Кредиты и банковские средства являются основным источником иностранных инвестиций в Германии и Японии. Они также важны в США, хотя из-за развитого фондового рынка эти кредиты обходятся дороже, чем кредиты, полученные на фондовой бирже [4].

Но, несмотря на наличие в Таджикистане банковских структур, многие из них не осуществляют инвестиционной политики, поэтому доля кредитов и банковских ссуд в общем объеме инвестиций очень мала.

В современных условиях банки предпочитают использовать средства преимущественно на краткосрочные цели, поскольку финансовое положение многих учреждений не является для них привлекательным из-за низкой ликвидности, высокого налогового бремени, банкротства партнеров и т.д. Этим объясняется то, что в общем объеме кредитов банков преобладают краткосрочные кредиты, доля которых в настоящее время сохраняется в пределах 60 %. Для решения социально-экономических задач, поставленных перед республикой, требуется финансирование на длительный период. Мы считаем, что предоставляемые кредиты также должны иметь длительный период погашения.

Причинами прекращения инвестирования банковских кредитов в реальный сектор экономики, и в частности в инвестиционные проекты, являются:

- высокие риски невозврата кредитов;
- отсутствие фактической ответственности заемщика при убыточности результатов деятельности и невозврате кредита;
- заметное несовершенство институциональных документов, а также инвестиционной, монетарной и фискальной политики;
- отсутствие экономических механизмов стимулирования банков при кредитовании и инвестировании в финансовые институты;
- отсутствие системы страхования банковских вкладов и недостаточная ликвидность предоставляемых гарантий, поскольку учет и методика оценки залога остаются недостаточно эффективными.

Приоритетными шагами по улучшению банковского кредитования инвестиционных проектов должны быть следующие:

- создание эффективной финансовой инфраструктуры и формирование конкурентоспособной банковской системы;
- использование механизма гарантий и создание надежной системы страхования;
- цифровая поддержка инвестиционной деятельности;
- устранение несправедливых преимуществ спекулятивных банков и торгового капитала перед промышленным капиталом.

На наш взгляд, для дальнейшего развития кредитования инвестиционных проектов необходимо выполнить следующие действия:

- провести строгий контроль (временный и частичный) за денежными потоками в системе четких каналов расходования денег, включая прямое направление части денежных потоков на бюджетное финансирование. На этой основе необходимо восстановить основную функцию эмиссии денег, которая заключается в содействии экономическому росту;
- активно использовать кредиты, направленные на нормализацию финансового цикла и финансовую устойчивость производства;
- внедрить систему предоставления учреждениям платежного кредита. Для этого необходимо принять правила использования различных видов платежей (аккредитивов, чеков, коммерческих документов, платежных требований, ордеров, возмещения ущерба и т.п.), которые также предусматривают предоставление кредита поставщикам до оплаты их счетов путем расчета счетов покупателей от коммерческих банков, что, как ожидается, станет важным инструментом кредитования при расчетах;
- желательно создавать и поддерживать кредитные союзы, союзы взаимного кредитования, специальные инвестиционные банки, инвестиционные фонды и т.п. для привлечения средств частных инвесторов в виде портфелей акций предприятий и инфраструктуры.

Поскольку эти кредитные организации контролируются их членами-вкладчиками и ориентированы на конкретные группы реальных учреждений, они могут участвовать в расширении инвестирования. В отличие от чисто коммерческих банков, такие структуры не должны быть нацелены на увеличение прибыли. Это снижает стоимость кредита и предотвращает переток финансовых ресурсов в сферы, не связанные с производством и переработкой продукции. В то же время функционирование такой кредитной системы создаст дополнительную конкурентную среду в инвестиционно-банковском секторе.

Для реализации инвестиционных планов предлагается создание государственного инвестиционного фонда как ключевого фактора развития инвестиционного рынка, который будет создаваться как за счет государственного бюджета для финансирования синдицированных капитальных вложений, так и – временно – за счет средств независимых учреждений, добровольно вносящих вклады в эти фонды.

Экономическая мотивация учреждений и организаций к временному вложению свободных средств в государственные инвестиционные фонды должна основываться на материально-технической базе и экономической выгоде. Для хранения и использования средств необходимо получать повышенную процентную ставку, адаптированную к текущим процентным ставкам на финансовом рынке. Эти средства при управлении ими с помощью необходимых регулирующих органов позволят ликвидировать опасную несбалансированность на инвестиционном рынке и принять срочные меры по изменению структуры капитальных вложений и распределению государственных ресурсов и

инвестиций на уровне собственности и инвестиций.

Еще одним фактором, который должен способствовать развитию рынка инвестиционного кредитования и развитию современной финансовой инфраструктуры, может стать создание венчурного фонда инвестирования.

Небольшие компании в инновационном секторе нуждаются в инвестициях для роста. Вновь созданные современные учреждения обычно должны финансироваться из собственных ресурсов, поскольку не могут получить регулярные банковские кредиты, потому что:

- эти кредиты выдаются под залог и/или определенные гарантии в сфере объектов недвижимости, которых может быть недостаточно. Действующая банковская и финансовая система Таджикистана предоставляет проектные кредиты с обязательством под гарантии. Также кредитная организация обычно подготавливает гарантии и дополнительные активы, предоставляемые предпринимателем в качестве обеспечения погашения кредита. В этом случае финансирование обычно осуществляется по высокой процентной ставке с ежемесячными выплатами по обязательствам (без отсрочки обязательств). Такие условия зачастую совершенно неприемлемы для современных компаний, поскольку невозможно, особенно в рискованных проектах, предоставить необходимые гарантии и обеспечить стабильные ежемесячные выплаты (без обязательных просрочек);
- независимо от процентной ставки по обслуживанию долга, это всегда относительно «дешевые» деньги, что, как правило, связано если не с отсутствием, то, по крайней мере, с низким риском. Поэтому даже при наличии гарантий и/или специальной защиты имущества получить «дешевые» средства на разработку нового продукта или технологии практически невозможно, так как это зачастую сопряжено с высокими рисками инновационного характера;
- на начальных стадиях разработки нового продукта или технологии обычно уже необходимы средства, а компании на этом этапе может еще не существовать;
- получение прямых вложений означает, что производственные цели и задачи напрямую совпадают с производственными направлениями и инвестиционными целями начинающей компании. Найти такое совпадение часто бывает очень сложно, поэтому необходимо унифицировать стратегию потоков целенаправленных процессов вложения согласно современным требованиям инвестирования. В этом случае финансовым поставщиком может стать системный финансовый фонд венчурных организаций.

Работа по привлечению средств иностранных банков в экономику государства и по дальнейшему расширению местного рынка для крупных банков-нерезидентов не только увеличит необходимые капитальные ресурсы за счет притока иностранного капитала, но и заставит местные банки натурализоваться за счет возросшей конкуренции, повышения компетенций и профессионализма сотрудников. Также необходимо наладить деловое сотрудничество с иностранными банками как финансовыми партнерами, в том числе при совместном финансировании инвестиционных планов и проектов.

Основной положительный эффект от увеличения иностранного присутствия на местном рынке заключается в повышении качества финансовых институтов, их устойчивости, а значит, и в снижении системных рисков, связанных с безличными расчетами в банковской системе. В среднесрочной перспективе реальное присутствие иностранных банков создаст конкурентную среду в финансовом секторе и обеспечит большую

доступность кредитных ресурсов местным производителям.

На наш взгляд, внешний долг можно рассматривать как систему кредитных отношений на международном уровне, непосредственными участниками которой являются международные финансовые институты, правительства соответствующих стран и отдельные юридические лица, в том числе кредитные союзы.

Помимо крупных инвестиционных проектов, малые и средние компании также получают выгоду от кредитов на инвестиционном рынке.

Исходя из сегодняшних потребностей, коммерческие банки организуют льготные кредитные фонды для кредитов промышленникам за счет собственных средств банка. С отчислением до 25 % чистой прибыли коммерческих банков создаются специальные фонды для льготного кредитования высокотехнологичных и инновационных проектов для малых и средних промышленных предприятий, заводов и сельскохозяйственных предприятий.

Согласно постановлению правительства, доход, который коммерческий банк получает от предоставления кредитов из фондов и рефинансирования, освобождается от подоходного налога сроком на 5 лет.

Благодаря благоприятным условиям, созданным в стране, кредитные линии малому и среднему бизнесу, в том числе Д(Ф)Х, значительно возросли.

Сравнительный анализ выданных кредитов показывает, что если в 2019 году 75 % кредитов было выдано на торговлю и только 25 % предназначалось для сельского хозяйства, строительства и других отраслей экономики, то в 2022 году произошло существенное изменение в структуре выданных кредитов: 18 % от общего объема кредитов было выдано промышленным компаниям, 12 % – сельскому хозяйству, 17 % – строительству и другим отраслям экономики. С другой стороны, доля торговли и услуг упала до 53 % [5].

В региональном распределении кредитов важная роль связана с уровнем развития малого и среднего бизнеса в конкретном регионе и во многом с работой местных органов власти по поощрению деловой активности.

Действующая система кредитования МСБ банками Республики Таджикистан должна быть усовершенствована с учетом следующих требований:

- в сфере малого и среднего бизнеса кредиты должны предоставляться под проекты, реализация которых станет фактором повышения экспортного потенциала каждого региона и страны, а также роста конкурентоспособности производства продукции на глобальном рынке;
- усовершенствование системы налогообложения. На наш взгляд, важно пересмотреть действующие налоги и предоставить определенные льготы коммерческим банкам, кредитующим малый бизнес, за счет снижения ставки налога на прибыль;
- важным шагом являются лизинговые операции, которые следует шире использовать для поддержки МСБ. В этом случае предлагается усовершенствовать механизм лизинговых операций.

Мы разделяем мнение, что государственная поддержка сместилась с прямого кредитования малого и среднего бизнеса на лизинговые программы. Также предполагается возможность предоставления кредитов под гарантии, в том числе государственных органов, выданных лизингодателям, а также структурам по предоставлению лизингового финансирования. Это создает принципиально новые возможности для привлечения дополнительных бюджетных средств от института коммерции и банковских структур при вложении в сферу МСБ.

Сегодня кредитование малого бизнеса является важным направлением в деятельности небольших финансовых институтов, которые составляют более половины всех банков. Поэтому необходимо управлять несколькими крупными и множеством мелких банковских организаций. При этом их деньги могут быть направлены на развитие малого бизнеса в отдельных отраслях экономики, например на переработку вторичного сырья, развитие туризма и т.д.

В ходе реализации программы поддержки развития малого и среднего бизнеса в Таджикистане посредством иностранных кредитных линий коммерческими банками к первому кварталу 2022 года уже было профинансировано более 260 инвестиционных проектов малых и средних компаний на общую сумму 31,5 млн сомони, а именно:

- средства от внешних кредитов коммерческих банков в основном предназначены для развития пищевой промышленности (46,7 %), остальная часть распределяется по следующим секторам экономики:

- текстильное производство – 23,0 %;
- производство строительных материалов – 16,3 %;
- продукция химической промышленности – 6,2 %;
- производство фармацевтической и медицинской продукции – 7,8 % [2; 5].

В рассматриваемые годы коммерческие банки предоставляли международные кредиты, которые использовались для краткосрочного и среднесрочного финансирования проектов, формирующих глубокую структуру экономики, т.е. для сельскохозяйственных технологий, добычи и переработки сырья, металлов и полезных ископаемых. Производство минеральных удобрений, расширение текстильной промышленности, переработки аграрной продукции, развитие туризма, логистики, связи, малого и среднего бизнеса – эти и другие проекты характеризуют трансформационные процессы в рыночном хозяйстве Таджикистана.

Но, как мы видим, масштабы банковских вложений в реальный сектор хозяйствования незначительны. По данным нашего исследования, очевидна зависимость инвестиционной активности от структуры рынка и уровня развития банковской системы. Слабый потенциал наших коммерческих банков делает их участие в реальном инвестиционном рынке практически невидимым. Большая часть их деятельности ограничивается брокерскими операциями с бюджетными средствами и зарубежными кредитными средствами. Поэтому необходимо принять государственный план (на основе законодательной базы) по укреплению и усилению банковской системы и реализовать стратегию кредитования приоритетных секторов экономики.

Ключевыми направлениями такой стратегии являются:

- * масштабное увеличение банковского кредитования предприятий в приоритетных секторах хозяйствования. Компании-конкуренты должны (согласно представленным и оцененным экспертами инвестиционным планам) иметь возможность (в рамках государственной кредитной политики) обратиться к банковским кредитам, а не прибегать к массовой практике «принудительного кредитования». Актуально использование заемных средств из бюджета и различных фондов обращения в виде временных резервов или постоянного использования обращения;
- * координация и корректировка государственных инвестиций и монетарной политики для эмерджентности при ухудшении ликвидности банков в связи с увеличением доли кредитов в активах банков (а также в связи с признанием

банков неплатежеспособными или их деятельности депрессивной) и/или при снижении кредитов в реальном секторе;

- * поддержание политики НБТ посредством мер по снижению процентных ставок с целью стимулирования банков к проведению активной кредитной политики в приоритетных секторах экономики.

Предлагаем рекомендации по созданию эффективных механизмов снижения инвестиционных (кредитных) рисков, стимулирования банков к инвестированию при долгосрочных вложениях:

- * минимальный налог на инвестиции (снижение ставки налога банков на доходы от предоставления кредитов компаниям до 10-12 % и введение общей ставки налога на прибыль в размере 15%;
- * введение разных ставок подоходного налога для финансовых учреждений при краткосрочной и долгосрочной деятельности с целью снижения рисков в сотрудничестве с реальной экономикой;
- * налоговые органы при определении налога на прибыль банков (в связи с высоким уровнем риска) должны принимать во внимание необходимость создания резервов для компенсации возможных потерь по кредитам, а также на другие издержки банковских операций;
- * изменить налоговую систему для банков и установить два вида налогов: на доходы и на активы;
- * усилить налогообложение средств, предназначенных для оплаты труда;
- * разработать устойчивые цифровые каналы, практиковать комплексное внедрение существующих ИТ-технологий оказания банковских услуг и единую сертификацию специалистов банковской отрасли;
- * снизить ставку отчислений в резервный фонд, которую банки требуют для предоставления кредитов учреждениям;
- * использовать организационно-маркетинговые методы управления, считающиеся рыночно ориентированной системой кредитных рисков в банковской деятельности. Это дает возможность оценить размер кредитного рынка в период его сегментации и выбрать наилучший тип инвестиционной стратегии;
- * постоянно отслеживать инвестиционный ландшафт и инвестиционные риски в сферах бизнеса и в производственных отраслях;
- * соблюдать обязательные правила при выборе инвестиционных планов и кредитных проектов на текущем этапе развития.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ:

1. Айдамиров Х.В. Зарубежный опыт потребительского кредитования / Х.В. Айдамиров // Экономика и социум. – 2016. – №12 (31). – С. 105-108.
2. Банковский статистический бюллетень. – Душанбе, 2023. -№3(375). – С. 12-15.
3. Бурлакова С. Особенности финансирования аграрного сектора стран ЕС /С. Бурлакова // АПК: экономика, управление. – 2018. – № 10. – С. 61–63.
4. Долгосрочное кредитование сельского хозяйства Великобритании / [Электронный ресурс]. – 2019. – Режим доступа: <http://www.google.by/search?hl=ru>. (Дата обращения: 18.07.2019).

5. *Статистический ежегодник Республики Таджикистан*. – Душанбе, ГУАСИПТ, 2023. – 148 с.

REFERENCES:

1. Aidamirov H.V. *Foreign Experience in Consumer Lending/Economy and Society* 2016. – No. 12 (31). – PP. 105-108.
2. *Banking Statistical Bulletin*. - Dushanbe. 2023. -№3(375). – PP. 12-15.
3. Burlakova S. *Features of Financing the Agricultural Sector of the EU Countries* /S. Burlakova // AIC: economics, management. – 2018. – No. 10. – PP. 61–63.
4. *Long-term Lending to UK Agriculture* / [Electronic resource]. – 2019. – Access mode: <http://www.google.by/search?hl=ru>. – Access date: 07/18/2019
5. *Статистический ежегодник Республики Таджикистан*. – Душанбе, ГУАСИПТ. 2023. – С. 148.