

ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОГО КЛИМАТА И УСЛОВИЙ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ ОРГАНИЗАЦИЯМИ РЕСПУБЛИКИ ТАДЖИКИСТАН

¹Марупов Д.М.

¹ГОБУ ВПО «Московский государственный университет экономики, статистики и информатики (МЭСИ)», Москва, Россия (119501, Москва, ул. Нежинская, д.7), e-mail:dilshodmarupov@mail.ru

Проведено исследование состояние рынка ценных бумаг Республики Таджикистан и анализ оценки инвестиционного климата страны. Раскрыты проблемы, препятствующие созданию таджикского рынка IPO. В статье рассматриваются условия для привлечения инвестиций организациями Республики Таджикистан. Выявлены и конкретизированы роли иностранного капитала в обеспечении роста и развития экономики современного Таджикистана. Проанализированы исследования ведущих специалистов и экспертов и разработаны комплекс практических мер, которые необходимы для привлечения дополнительных инвестиций в Республику и регулированию инвестиционной деятельности в стране. В статье акцентировано внимание на определение место и роли фондового рынка в привлечение инвестиций в экономику страны. Статья содержит практические рекомендации для решения недостатков и проблем рынка ценных бумаг Республики Таджикистан.

Ключевые слова: фондовый рынок, первичное публичное размещения, инвестиционный климат, корпоративное управление, иностранные инвестиции, Всемирный Банк.

EVALUATION OF INVESTMENT CLIMATE AND CONDITIONS OF ATTRACTING INVESTMENT BY THE ORGANIZATIONS OF REPUBLIC OF TAJIKISTAN

¹Marupov D.M.

¹Moscow State University of Economics, Statistics and Informatics (MESI), Moscow, Russia (119501, Moscow, ul. Nezhinskaya,7), e-mail:dilshodmarupov@mail.ru

An investigation of the state of the securities market of the Republic of Tajikistan and valuation analysis of the investment climate in the country has been made. The problems were revealed, preventing the creation of the Tajik market of IPO. The article deals with the conditions for attracting investment institutions of the Republic of Tajikistan. Identified and specified the role of foreign capital in the growth and development of the economy of modern Republic of Tajikistan . Analyzed research from leading experts and developed a set of practical measures needed to attract additional investments in the Republic and the regulation of investment activity in the country. The article also focused on the determination of the place and role of the stock market to attract investment in the economy. This article contains practical recommendations to address shortcomings and problems of the securities market of the Republic of Tajikistan.

Keywords: the stock market, initial public offerings, investment climate, corporate governance, foreign investment, the World Bank

Введение

На сегодняшний день инвестиции играют одну из важнейших ролей в развитии любой страны. Инвестиции могут осуществляться как компаниями резидентами страны, так и иностранными компаниями. Необходимо отметить, что с точки зрения анализа и оценки инвестиционного климата страны, важно учитывать как внутренние инвестиции, так и иностранные. Большинство стран мира находятся в состоянии постоянной борьбы за привлечение именно зарубежных инвестиций. Так, рост объема иностранных капиталовложений приводит к повышению уровня занятости, росту уровня производительности труда и конкурентоспособности отечественных компаний, передаче управленческих навыков и знаний, технологий и ноу-хау иностранных высокотехнологичных предприятий.

Текущая ситуация в сфере инвестиционной деятельности в Республике Таджикистан (далее - РТ). Начиная с 2001 года и по сегодняшний день правительством РТ на законодательном уровне было проведено и проводится различные реформы, которые направлены на создание благоприятной инвестиционной среды в наиболее приоритетных сферах экономики. Среди принятых Правительством РТ мер по улучшению инвестиционного климата особое место занимает формирование и реализация нормативно-правовой базы, включающей Законов РТ «Об инвестициях», «О свободных экономических зонах», Национальной Стратегии развития РТ до 2015г. В Национальной стратегии развития на период до 2015 г. назначены приоритетные отрасли для инвестирования, в частности добыча и обработка драгоценных металлов и камней, гидроэнергетика, полиметаллических руд, развитие телекоммуникаций и инфраструктуры, переработка хлопка и сельскохозяйственной продукции и т.д. Следует отметить, что внедрение принципа «единого окна» для регистрации бизнеса, сокращение необходимого числа документов, в частности лицензий и разрешений, сокращение количества инспекционных служб и регламентация проверок, совершенствование процедуры банкротства и защиты миноритарных акционеров находятся в числе тех реформ по улучшению среды для ведения бизнеса, которые были по достоинству оценены на международном уровне. Помимо этого в настоящее время Правительством РТ разрабатывается документ под названием «Среднесрочная стратегия развития Таджикистана», которая также будет охватывать основные направления развития на период с 2014 по 2017 годы, а также принята программы государственной поддержки предпринимательства в Республике Таджикистан на 2012 – 2020 годы¹. Таким образом, ситуация в Таджикистане значительно улучшилась по сравнению с предыдущими годами в части предсказуемости инвестиционного климата. Однако, несмотря на это, Таджикистан все еще сталкивается с рядом проблем, препятствующих созданию устойчивого инвестиционного климата и повышению рейтинга привлекательности страны, способного поддерживать долгосрочный, устойчивый экономический рост.

Оценка инвестиционного климата в РТ. В докладе Всемирного банка «Ведение бизнеса» приводится сравнение мировых экономических структур по показателю легкости ведения бизнеса и по реформам частного сектора. В нем ранжированы 183 страны на основе 10 показателей регулирования бизнеса. Хотя ранг Республики Таджикистан повышается с каждым годом, страна продолжает оставаться в конце списка по большинству показателей Всемирного банка. В 2013 году она занимает 141 место в списке из 189 стран, что улучшает

¹ Сайт Государственного комитета по инвестициям и управлению государственным имуществом РТ.
http://amcu.gki.tj/images/stories/Tajikistan_Investment_opportunities_RU.pdf

показатель 2012 года на 4 пункта². Следует отметить, что благодаря широкой модернизации правовой базы рейтинг по защите иностранных инвесторов в 2013 году значительно улучшился (22-ое место). По показателю регистрация бизнеса рейтинг страны существенно улучшился в 2013 году, благодаря проведенной реформе по внедрению системы «Единого окна» по регистрации юридических лиц с 137 место до 77 среди 189 стран мира, что улучшило показатели страны на 60 пунктов.

Всемирный Банк определил следующие наиболее существенные препятствия на пути привлечения инвестиций в Таджикистане:

- отсутствие четко определенной политики в области законодательства;
- ограниченный доступ к официальной информации (включая законы и нормативно-правовые акты);
- дискреционное поведение некоторых государственных служащих;
- недостаточная защита прав инвесторов через судебную систему³.

Одной из важнейших проблем в Республике Таджикистан является нехватка инвестиций при наличии устаревших мощностей, созданных еще в эпоху СССР. Необходим значительный объем финансовых ресурсов, которые компании не в состоянии сформировать за счет внутренних источников. В этой связи роль и значение фондового рынка в привлечении иностранных инвестиций и развитии экономики в целом трудно переоценить. Однако до последнего времени его роль как эффективного механизма привлечения денежных средств на цели инвестиций и стимулирования роста производства была незначительной. В июне 2013 года была зарегистрирована новая Фондовая биржа в РТ, которая является коммерческой структурой, и ее регистрация является первым шагом к созданию организованного рынка ценных бумаг в РТ.

Новая фондовая биржа может приблизить страну к цивилизованной структуре экономики, принятой во всем мире, если будет проведена соответствующая подготовительная работа и максимальное содействие государство в этом. Следует обеспечить условия для формирования брокерских контор, появления профессиональных участников рынка ценных бумаг, запуска процедуры листинга, повышения рейтинга.

Таким образом, для того чтобы обеспечить приток инвестиций в реальный сектор экономики и предотвратить возникновение кризисов, необходимо исследование механизма функционирования фондового рынка в трансформирующейся экономике, факторов, детерминирующих его эффективность и разработка мер государственного воздействия, способствующих развитию фондового рынка в РТ. Таким образом, можно рекомендовать

² Сайт Всемирного Банка www.worldbank.org/v2/datacatalog

³ «Анализ инвестиционного климата Республики Таджикистан 2013» - Всемирный Банк совместно с Агентством США по международному развитию или Правительства США

разработку долгосрочной стратегии развития рынка ценных бумаг с учетом действия фундаментальных факторов, влияющих на фондовые рынки и ценообразования на фондовые активы.

Одним из популярных механизмов привлечения иностранных инвестиций является IPO (Initial public offering). Развитие таджикского первичного рынка является важным направлением усилий по привлечению инвестиций в Таджикистан. На сегодняшний день существуют около 50-60 непубличных компаний с капитализацией более 100-150 млн. долл. США, каждая, которые проводят ежегодный независимый аудит финансовых показателей и потенциально могут выйти на рынок акционерного капитала. На данный момент в силу недостаточного развития финансового рынка и понимания процедуры IPO, предприятия в стране не используют этот инструмент для привлечения инвестиций, хотя в последние несколько лет таджикские компании начинают рассматривать возможность выхода на иностранные фондовые рынки с помощью IPO. Например, при осуществлении IPO таджикские компании могут выбрать одну из следующих фондовых бирж: LSE (Лондонская фондовая биржа) – Великобритания, LSE-AIM (Альтернативный Инвестиционный Рынок) – Великобритания, NASDAQ (Национальная ассоциация автоматического квортирования дилеров ценных бумаг) – США, NYSE (Нью-йоркская фондовая биржа) – США, РТС (Российская торговая система) – Россия; ММВБ (Московская Межбанковская Валютная Биржа) – Россия и т.д.

Специалисты и аналитики также выделяют следующие основные недостатки и препятствия для создания таджикского рынка IPO:

1. Недостаточное развитие отечественного фондового рынка. По сравнению с другими фондовыми рынками стран СНГ, таджикский фондовый рынок достаточно молодой и функционирует менее успешно. Необходимо создать эффективную инфраструктуру, которая будет способствовать развитию фондового рынка.

2. Слабое развитие таджикских институциональных инвесторов, в частности паевых, пенсионных и страховых фондов. Это связано с существующим нормативным запретом на инвестирование средств институциональных фондов. Следовательно, необходимо способствовать развитию институциональных инвесторов.

3. Незрелость законодательства о рынке ценных бумаг. Например, за рубежом, не существует регистрации ценных бумаг государственным органом по отношению к закрытым эмитентам. Кроме того, регистрируется лишь проспект ценных бумаг, в котором раскрываются сведения о компании и о ценных бумагах, а регистрация выпусков бумаг отсутствует, что позволяет регулятору концентрироваться только на публичных эмитентах и облегчает использование фондового рынка как источника финансирования компании. Для

развития рынка акционерного капитала в РТ, следует усовершенствовать законодательство в этой области.

Процедура и теория IPO в таджикской экономической литературе практически не разработана. Работы по первичному размещению акций на фондовом рынке можно встретить у таких российских авторов как Лукашов А. В., Никифорова В. Д., Макарова В. А., Волкова Е. А. Компании же на практике обращаются за помощью к консалтинговым агентствам. Как правило, требования, предъявляемые к компаниям, чьи акции торгуются на бирже можно разделить на 3 группы:

1) требования к финансовой отчетности. Компания должна соответствовать международным (IAS) и/или американским стандартам (US GAAP) на протяжении как минимум последних трех лет. Кроме этого, она должна пройти аудит, например у одной из компаний «большой четверки» (Ernst & Young, KPMG, Deloitte и PwC).

2) требования к прозрачности управленческой схемы компании и схемы ее собственности, в том числе и четкого распределения полномочий менеджмента всех звеньев. Не менее четкой должна быть схема собственности и корпоративных прав.

3) требования к защите прав инвесторов. Ключевые собственники должны выстроить схему управления бизнесом так, чтобы у потенциальных инвесторов не возникало подозрений, что их могут обмануть.

В большинстве случаев IPO гарантирует компаниям-эмитентам значительные преимущества. В первую очередь они заключаются в том, что привлекаемое финансирование не надо возвращать, как в случае с кредитами или облигациями. Кроме того, IPO — это возможность обеспечить доверие инвесторов к компаниям, а также определение реальной рыночной стоимости бизнеса и перспектива его дальнейшего роста, поскольку листинг на фондовой бирже может обеспечить рост стоимости бизнеса. Наконец, IPO позволяет четко определить цели и стратегии компании на ближайшие несколько лет, в соответствии с мировыми тенденциями и ожиданиями иностранных инвесторов. Конечно, практические аспекты первичного размещения акций для Таджикистана еще не раскрыты, тем не менее, очевидно, что IPO имеет множество преимуществ на микро-уровне, в том числе создание имиджа компании для иностранных инвесторов и кредиторов, повышение капитализации и рыночной стоимости компании. На макро-уровне, преимущество IPO состоит в стабилизации экономики страны и ее связей с иностранными инвесторами.

Несмотря на то, что в стране проводится большая работа по развитию фондового рынка, принятию мер по дальнейшему его совершенствованию с учетом современных задач экономики, международной практики и собственного приобретенного опыта, предстоит еще многое сделать для решения обозначенных проблем и дальнейшего развития этого

важнейшего сегмента экономики. В результате исследования были выработаны следующие практические рекомендации для решения внутренних и внешних недостатков и проблем, по отношению к эмитенту, а также препятствующие созданию таджикского рынка первичных размещений ценных бумаг:

1. Необходимо создать систему отчетности и раскрытию макро- и микроэкономической информации о состоянии рынка ценных бумаг страны.
2. Создать государственную долгосрочную концепцию и политики действий в области создания рынка ценных бумаг и его текущего регулирования (выбрать модель развития фондового рынка, на примере российского и казахстанского фондового рынка).
3. Повысить надежность функционирования биржевой торговой системы, обеспечить снижение рисков и затрат участников. Сформировать интегрированную инфраструктуру рынка ценных бумаг, которая будет отвечать международным стандартам.
4. Разработать собственные подходы к организации фондового рынка, созданию его инфраструктуры, соответствующей направлениям и темпам проводимых в стране рыночных преобразований.
5. Провести анализ инвестиционной привлекательности и обеспечить улучшение инвестиционного рейтинга страны, используя услуги и критерии авторитетных международных рейтинговых агентств (Moody's, Standard&Poor's, Fitch ratings и т.д.).
6. Сформировать правовые основы развития новых инструментов финансового рынка.
7. Развить институты рынка ценных бумаг, а также инструменты и формы инвестирования частного капитала в экономику и стимулировать инвестиционную активность.
8. Совершенствовать государственную политику на финансовом рынке.

Заключение

Таким образом, основной вывод состоит в том, что от эффективности инвестиционной политики зависит улучшение инвестиционного климата. Привлечение инвестиций в экономику страны является жизненно важным средством развития любого государства. Таджикистану остро необходимо быстрое и существенное улучшение инвестиционного климата. В то же время характер необходимых изменений таков, что многие из них требуют значительного времени.

Быстро и кардинально изменить ситуацию практически невозможно. Многие процессы, как, например, налаживание корпоративного управления, обеспечение надежной работы судебной системы, искоренение коррупции и другие изменения, имеют длительный характер. Перед РТ стоит сложная задача: привлечь в страну иностранный капитал, не лишая его собственных стимулов и направляя его мерами экономического регулирования на

достижение общественных целей. Привлекая иностранный капитал, нельзя допускать дискриминации в отношении национальных инвесторов.

Список литературы

1. Давыдова Л.В. Идентификация и анализ рисков в системе проектного финансирования / Л.В. Давыдова, И.В. Ильин // Финансы и кредит. -2011.-№25.-С. 32-36.
2. Ежегодный доклад Всемирного Банка «Ведение бизнеса» за 2013 год.
<http://russian.doingbusiness.org>
3. Котляров М.А. Институциональный подход в системе регулирования финансового рынка / М.А. Котляров, О.В. Лонтатидзе // Финансы и кредит. -2011.-№27.-С. 52-57.
4. Харсеева, А. В. Понятие и сущность инвестиций : проблема определения термина Текст. / А. В. Харсеева // Теория и практика общественного развития-2010. -№ 1 С. 213-224.
5. Шор Д.М. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие / Волгоград: Волгоградское научное изд-во, 2012. - 312 с.
6. Сайт Государственного комитета по инвестициям и управлению государственным имуществом Республики Таджикистан.
http://amcu.gki.tj/images/stories/Tajikistan_Investment_opportunities_RU.pdf
7. Сайт Агентство по статистике при президенте Республики Таджикистан
<http://www.stat.tj/ru/>
8. Сайт Всемирного Банка <http://www.worldbank.org>

Рецензенты:

Городнова Н.В., д.э.н., доцент, профессор кафедры «Государственные и муниципальные финансы», Высшая школа экономики и менеджмента Уральского федерального университета им. первого Президента России Б.Н. Ельцина, г.Екатеринбург.

Новиков А.А., д.э.н., доцент, зав. кафедрой «Экономика и финансы» Автономной некоммерческой организации высшего профессионального образования «Евразийский открытый институт», г. Москва.