

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	6

ГЛАВА I

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ АКТИВИЗАЦИИ УЧАСТИЯ БАНКОВ В ИНВЕСТИЦИОННОМ ОБЕСПЕЧЕНИИ ПРОЦЕССОВ МОДЕРНИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЙ

1.1. Теоретические основы и экономическая сущность модернизации деятельности предприятия.....	11
1.2. Методологические вопросы участия банков в инвестиционном обеспечении модернизации крупных предприятий.....	30
1.3. Научно-методологические вопросы организации инвестиционного кредитования банками крупных предприятий.....	47
1.4. Теоретические основы инвестиционного обеспечения банками процессов модернизации предприятий посредством ценных бумаг.....	63

ГЛАВА II

АНАЛИЗ ЗАРУБЕЖНОГО ОПЫТА УЧАСТИЯ БАНКОВ В ИНВЕСТИЦИОННОМ ОБЕСПЕЧЕНИИ ВЫСОКО ИНТЕГРИРОВАННЫХ КОРПОРАТИВНЫХ СТРУКТУР

2.1. Возрастание роли банков в инвестиционном обеспечении высоко интегрированных корпоративных структур.....	86
2.2. Зарубежный опыт использования потенциала инвестиционного кредитования для развития ВИКС.....	99
2.3. Зарубежная практика участия банков в инвестиционном обеспечении потребностей ВИКС посредством ценных бумаг.....	133

ГЛАВА III

СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ УЧАСТИЯ БАНКОВ В ИНВЕСТИЦИОННОМ ОБЕСПЕЧЕНИИ ПРОЦЕССОВ МОДЕРНИЗАЦИИ СТРАТЕГИЧЕСКИ ВАЖНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ УЗБЕКИСТАНА

3.1. Предпосылки активизации участия банков в инвестиционном обеспечении стратегически важных предприятий Узбекистана.....	161
3.2. Анализ эффективности инвестиционного кредитования банками потребностей модернизации стратегически важных предприятий Узбекистана.....	169
3.3. Оценка эффективности использования банками потенциала ценных бумаг для финансирования программ модернизации СВП Узбекистана.....	200

ГЛАВА IV
ПУТИ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО
КРЕДИТОВАНИЯ БАНКАМИ ПОТРЕБНОСТЕЙ
МОДЕРНИЗАЦИИ СВП

4.1. Дальнейшее совершенствование механизма реализации синдицированного кредитования программ модернизации СВП.....	216
4.2. Совершенствование механизма проектного финансирования программ модернизации СВП.....	228
4.3. Расширение масштабов и повышение качества использования банками лизинга для модернизации СВП.....	246

ГЛАВА V
ПУТИ РАСШИРЕНИЯ МАСШТАБОВ ИНВЕСТИЦИОННОГО
ОБСЛУЖИВАНИЯ БАНКАМИ ПОТРЕБНОСТЕЙ МОДЕРНИЗАЦИИ
СВП ПОСРЕДСТВОМ ЦЕННЫХ БУМАГ

5.1. Расширение масштабов использования банками потенциала акционерного финансирования для инвестиционного обеспечения СВП.....	256
5.2. Расширение масштабов использования банками долговых ценных бумаг для финансирования программ модернизации СВП.....	275
5.3. Повышение эффективности работы банков в роли инвестиционных посредников СВП на рынке ценных бумаг.....	290
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	300
ЛИТЕРАТУРА.....	307

65.262.1. (5У)

К73

Котов В.А. Совершенствование деятельности банков по инвестиционному обеспечению стратегически важных предприятий Узбекистана. – Т.: Молия, 2011. – 320 с.

ББК 65.262.1 (5У)

УДК: 336.7: 338 (575.1)

Ответственный редактор

доктор экономических наук, профессор А.В. Вахабов

Рецензенты: доктор экономических наук, доц. Бутиков И.Л.,

кандидат технических наук, профессор Ш.Ш. Шохазомий.

Данная монография посвящена вопросам повышения эффективности работы коммерческих банков республики по инвестиционному обеспечению процессов модернизации стратегически важных предприятий реального сектора национальной экономики. Данные предприятия занимают особое место в переходной рыночной экономике Узбекистана, т.к. они обладают большим производственно-техническим потенциалом и на них возложен целый ряд важных социально-экономических функций. Учитывая особый статус указанных предприятий и слабую изученность потенциала инвестиционной деятельности банков, как эффективных поставщиков финансовых ресурсов для обновления различных сторон деятельности данной категории предприятий, большое место в работе отводится исследованию теоретических аспектов активизации инвестиционной деятельности банков в качестве их соучредителей, институциональных инвесторов, инвестиционных посредников или трастовых управляющих. Большой раздел монографии посвящен систематизации зарубежного опыта участия банковских институтов в инвестиционном обеспечении потребностей высоко интегрированных корпоративных структур, составляющих ядро реальных секторов экономики развитых стран мира.

Для специалистов в области финансов, рынка ценных бумаг и инвестиционного управления могут представлять интерес разделы монографии, посвященные обоснованию предпосылок возрастания

роли банков Узбекистана в инвестиционном обеспечении стратегически важных предприятий республики, оценке эффективности их работы в качестве крупнейших институциональных инвесторов или опытных инвестиционных посредников. С научной точки зрения представляют интерес разделы монографии, раскрывающие механизмы участия банков в использовании потенциала синдицированного кредитования, проектного финансирования, лизинга, а также таких апробированных мировой практикой инструментов акционерного и долгового финансирования, как программы публичного размещения акций на зарубежных рынках капитала (ИРО), процедуры слияния и поглощения (М&А), выпуск АДР или ГДР, а также корпоративных облигаций, коммерческих векселей, залоговых ценных бумаг и т.д.

Выводы и рекомендации автора, связанные с расширением масштабов участия банков в повышении эффективности инвестиционного обеспечения процессов модернизации стратегически важных предприятий Узбекистана, могут быть полезны не только руководителям и менеджерам коммерческих банков, самих субъектов хозяйствования, но и работникам органов экономического межведомственного контроля, а также преподавателям, аспирантам, магистрантам и студентам экономических специальностей высших учебных заведений страны.

Монография подготовлена в рамках научно-технической программы БВ-Ф7-034+035 Комитета по координации развития науки и технологий при Кабинете Министров Республики Узбекистан.

№2420-7220

ISBN 978-9943-302-56-3

© Издательство «Молия»,
Банковско-финансовой академии
Республики Узбекистан 2011 г.

КОТОВ В.А.

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
БАНКОВ ПО ИНВЕСТИЦИОННОМУ
ОБЕСПЕЧЕНИЮ СТРАТЕГИЧЕСКИ
ВАЖНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ УЗБЕКИСТАНА**



Б.5.262 1(59)

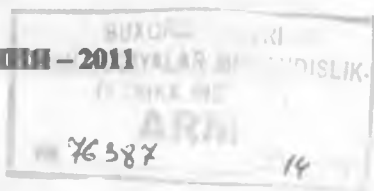
№ - 73

**БАНКОВСКО-ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ
РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН**

КОТОВ В. А.

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ БАНКОВ ПО
ИНВЕСТИЦИОННОМУ ОБЕСПЕЧЕНИЮ
СТРАТЕГИЧЕСКИ ВАЖНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ
УЗБЕКИСТАНА**

454
ТАШКЕНТ – МОЛЛА – 2011



ВВЕДЕНИЕ

В своей книге «Наша главная задача – дальнейшее развитие страны и повышение благосостояния народа» Президент Республики Узбекистан И.А.Каримов отметил, что «...уровень устойчивости и конкурентоспособности национальной экономики в условиях ликвидации последствий мирового кризиса в значительной степени будет зависеть от масштабов модернизации общественного производства и качества инновационного развития отечественных предприятий» [1.3.5].

Реализация на практике этой сложной и капиталоемкой задачи невозможно без интеграции промышленного и финансового капитала, а также создания институциональных основ для устойчивого развития стратегически важных предприятий (СВП), составляющих стержень реального сектора экономики Узбекистана. В настоящее время многие из них функционируют в форме холдинговых компаний, крупных научно-производственных объединений, государственных акционерных компаний, концернов финансовых альянсов. Среди предприятий данной группы можно выделить такие крупнейшие предприятия страны, как НХК «Узбекнефтегаз», Навоийский и Алмалыкский горнометаллургические комбинаты, АК «Узавтосаноат», ГАК «Узбекэнерго», ГАЖК «Узбекистон Темир Йуллари» и НАК «Узбекистон Хаво Йуллари», ГАК «Узкимёсаноат», «Уздонмахсулот», ассоциацию «Узпахтасаноат», «Узэлтехсаноат», акционерные компании «Узавтосаноат», «Узенгилсаноат», холдинговую компанию «Узмевасабзавотузумсаноатхолдинг», АПО «Узметкомбинат», госконцерн «Узфармпром» и др.

Растущее экономическое значение данных предприятий для государства обусловлено их особым местом в структуре реального сектора национальной экономики благодаря наличию огромного производственно-технического потенциала, предрасположенностью к выпуску значительных объемов экспортоориентированной продукции, базирующейся на использовании уникальных природно-сырьевых ресурсов Узбекистана и пользующейся повышенным спросом на мировом рынке (золото, газ, уран, медь, хлопок, шелк, плодоовощная продукция, строительные материалы, минеральные удобрения и т.д.). Особое значение для республики также имеет сис-

темообразующая роль многих из них в развитии базовых отраслей национальной экономики; градообразующее значение для развития отдельных регионов; высокая инвестиционная привлекательность для стратегических иностранных инвесторов; способность обеспечению экологической и техногенной безопасности и т.д.

Возрастающая роль данной категории предприятий диктуется тем, что в переходный период они выполняют целый ряд важных социальных функций, связанных со становлением рыночных отношений, поддержанием высокого уровня трудозанятости населения, а также формированием новых для Узбекистана корпоративных отношений. Несмотря на их небольшой удельный вес в общем количестве субъектов хозяйствования, данные предприятия обеспечивают около 50% выпускаемой в стране продукции, более половины производимого в стране ВВП и здесь трудятся две трети работников, занятых в базовых отраслях экономики Узбекистана.

В то же время анализ современного состояния основных производственных фондов многих СВП Узбекистана характеризуется высокой степенью физической изношенности, низким уровнем производительности и качества выпускаемой на них продукции, что может стать серьезным препятствием на пути к обеспечению устойчивого экономического роста страны.

Растущие потребности углубления экономических и социальных реформ, базирующихся на принципах узбекской модели построения социально ориентированной рыночной экономики, требуют значительной активизации участия банков в инвестиционном обеспечении процессов модернизации данной категории субъектов национальной экономики.

Предрасположенность коммерческих банков обеспечивать потребности финансирования программ модернизации стратегически важных предприятий республики обусловлена тем, что многие из них способны оказывать широкий спектр услуг инвестиционного кредитования, позволяющего финансировать долгосрочные программы модернизации различных сторон их деятельности. Не случайно, в своей книге «Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана» Президент Ислам Каримов подчеркнул, что «...именно банки являются той, образно говоря, кровеносной системой, которая питает всю нашу экономику, от состояния которой зависит

финансово-экономическая стабильность в стране... Кардинально следует перестроить работу банков в связи с возложением на них задач по расширению инвестиционной деятельности. В первую очередь надо укрепить специальные службы коммерческих банков, которые занимаются экспертизой и открытием финансирования инвестиционных проектов»[1.3.6].

В последние годы в Узбекистане накоплен определенный опыт финансовой поддержки банками стратегически важных предприятий. (СВП), составляющих стержень реального сектора формирующейся рыночной экономики. Благоприятные условия для расширения масштабов инвестиционного обеспечения банками инновационных потребностей СВП создала Программа мер по реализации важнейших инвестиционных проектов по модернизации, техническому и технологическому перевооружению производства на 2009–2014 годы. Другим мощным импульсом для институционального укрепления механизма инвестиционного обеспечения растущих потребностей СВП Узбекистана стало принятие государством в 2008 году Антикризисной программы, направленной на обеспечение качественных структурных изменений в реальном секторе экономики. Наиболее распространенными инструментами инвестиционного обеспечения стратегически важных предприятий Узбекистана в последние годы зарекомендовали себя целевые бюджетные ассигнования в рамках государственной инвестиционной программы, традиционное банковское кредитование, факторинговые и аккредитивные операции банков.

Однако, как показали проведенные автором исследования, выделяемых на нужды модернизации СВП объемов инвестиций из указанных выше источников финансирования явно не хватает для быстрого и безболезненного повышения уровня их конкурентоспособности и качества выпускаемой продукции. Ограниченные масштабы и низкое качество инвестиционного обеспечения процессов модернизации СВП республики в последние годы становятся серьезной преградой на пути повышения эффективности работы всего реального сектора национальной экономики, роста конкурентоспособности продукции отечественных товаропроизводителей, а также обеспечения высоких темпов инновационного развития страны. Усугубляет положение тот факт, что увеличение

абсолютных объемов производства в большинстве указанных предприятий не сопровождается адекватным расширением масштабов их инновационного обновления. В результате достигнутый прирост производства выпускаемой продукции происходит, в основном, за счет резервов, связанных с использованием незагруженных мощностей, накопленной амортизации, а также за счет внутренних финансовых источников предприятий, прежде всего, их прибыли.

Наличие указанных обстоятельств и необходимость поиска путей совершенствования механизма участия банков в инвестиционном обеспечении стратегически важных предприятий Узбекистана предопределило актуальность темы данной монографии.

Целью монографического исследования стала разработка научных предложений и практических рекомендаций по повышению эффективности инвестиционной деятельности банков, связанной с обеспечением программ модернизации стратегически важных предприятий Узбекистана

Исходя из поставленной цели **задачами** исследования стали:

- изучение теоретических аспектов финансового обеспечения процессов модернизации ключевых предприятий национальных экономик;
- систематизация зарубежного опыта участия банков в инвестиционном обеспечении процессов инновационного развития высоко интегрированных корпоративных структур;
- обоснование предпосылок активизации участия банков в инвестиционном обеспечении процессов модернизации стратегически важных предприятий Узбекистана;
- оценка современного состояния участия банков Узбекистана в инвестиционном обеспечении программ модернизации стратегически важных предприятий республики;
- разработка научных рекомендаций, направленных на рост масштабов и повышение качества инвестиционного обеспечения стратегически важных предприятий Узбекистана.

Объектом исследования выступает инвестиционная деятельность банков по обеспечению потребностей стратегически важных предприятий республики.

Предметом исследования является совокупность финансово-экономических отношений и инструментов инвестиционного

обеспечения банками процессов модернизации стратегически важных предприятий.

Научная новизна монографической работы заключается в:

- систематизации передового мирового опыта участия коммерческих банков в инвестиционном обеспечении потребностей крупных предприятий;

- аргументации предпосылок повышения эффективности участия коммерческих банков в инвестиционном обеспечении процессов модернизации стратегически важных предприятий Узбекистана;

- обосновании качественно нового подхода к организации деятельности банков в качестве учредителей, институциональных инвесторов или финансовых посредников стратегически важных предприятий;

- выявлении факторов, снижающих эффективность участия банков Узбекистана в инвестиционном обеспечении программ модернизации стратегически важных предприятий;

- определении путей расширения масштабов участия банков Узбекистана в инвестиционном обеспечении растущих инновационных потребностей стратегически важных предприятий.

Практическая ценность монографии в том, что сформулированные выводы и сделанные рекомендации могут быть использованы в работе инвестиционных подразделений коммерческих банков, финансовых служб стратегически важных предприятий республики, а также органов регулирования фондовой деятельности и банковского надзора Узбекистана.

В структурном плане монография состоит из введения, пяти глав, заключения и библиографии.

Автор надеется, что данное исследование будет полезным как банковским менеджерам, занимающимся непосредственно инвестиционным обеспечением крупных предприятий, так и руководителям самых стратегически важных предприятий, стремящимся расширить масштабы привлечения инвестиций для нужд модернизации различных сторон своей деятельности.

ГЛАВА 1. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ АКТИВИЗАЦИИ УЧАСТИЯ БАНКОВ В ИНВЕСТИЦИОННОМ ОБЕСПЕЧЕНИИ ПРОЦЕССОВ МОДЕРНИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЙ

1.1. Теоретические основы и экономическая сущность модернизации деятельности предприятия

В своей книге «Узбекистан на пороге XXI века: угрозы безопасности, условия и гарантии прогресса» Президент Республики Узбекистан Каримов И.А. пишет: «Исторический опыт показывает, что современному этапу развития мирового сообщества, несмотря на различия экономического положения и уровня жизни населения в отдельных странах, наиболее соответствуют рыночные механизмы. Только организованный рынок способен сегодня раскрыть творческий и трудовой потенциал народа, преодолеть иждивенчество, развить инициативу и предприимчивость, возродить стимулы и утраченное чувство хозяина. Только рынок позволяет переломить диктат производителя, подчинить производство интересам потребителя, реально учитывать спрос на продукцию, быстро реагировать на изменения конъюнктуры. Только рынок побуждает быть восприимчивым к нововведениям, смело и энергично внедрять последние достижения науки и техники, по достоинству оценивать профессионализм»[1.3.1]. Сказанные слова находят полное подтверждение в процессе эволюции экономической теории, особенно в отношении теории модернизации хозяйственных систем стран с переходной экономикой.

Термин «модернизация» относится не ко всему периоду социального прогресса, а только к одному его этапу - современному. Поскольку современный период человеческой истории датируют с момента зарождения капитализма, суть модернизации многие учёные связывают со всемирным распространением ценностей и достижений именно этой формации. Конкретно речь идет о рационализме, расчетливости, урбанизации, индустриализации. По мнению одних ученых, модернизация означает способ вхождения развивающихся стран или стран с переходной экономикой в мировое сообщество, под которым понимается мировая экономическая система капитализма. Другие ученые считают, что

модернизация означает революционный переход от доиндустриального к индустриальному обществу, осуществляющийся путем комплексных реформ, растянутых во времени.

С содержательной точки зрения, модернизация подразумевает кардинальное изменение социальных институтов и образа жизни людей, охватывающее все сферы общества, включая политическую, экономическую, социальную и культурную. На уровне субъектов хозяйствования модернизация означает программу комплексных действий владельцев, менеджеров и специалистов предприятия, которая существенно изменяет либо масштаб его деятельности, либо способ достижения целей и задач в соответствии с требованиями рынка и достижениями научно-технического прогресса.

В современной литературе существуют различные интерпретации понятия модернизации. Так, П. Штомпка выделяет три значения данного понятия. Согласно его мнению, в общем смысле, модернизация – это синоним всех прогрессивных социальных и экономических изменений на пути движения общества и его производительных сил вперед. Однако он считает, что применительно к теории модернизации ближе следующие две интерпретации данного понятия: в первом смысле понятие «модернизации» тождественно понятию «современности» и означает комплекс социальных, политических, экономических, культурных и интеллектуальных трансформаций, происходивших на Западе с XVI-го века и достигших своего апогея в XX веке [2.1.72].

Теория модернизации, появившаяся в середине XX века, опирается на понятие социального прогресса, ибо предполагает, что все общества, в какую бы эпоху они ни существовали и в каком бы регионе ни располагались, вовлечены в единый, всепоглощающий, универсальный процесс восхождения человеческого общества от дикости к цивилизации. Прогресс науки и техники ведет к всемирному процветанию, экономическому росту и гармоничному решению многих социальных проблем. В этом потоке культурное своеобразие каждой страны как бы отступает на второй план, а на первый выходит то, что их объединяет – система общечеловеческих ценностей.

Активное освоение теории модернизации началось в середине XX века в условиях распада европейских колониальных империй и

появления большого количества независимых государств в Азии, Африке и Латинской Америке. Возникнувшие первоначально в лоне университетской науки США, теории модернизации были созданы как альтернатива теориям коммунистической ориентации. Классические социологические работы по модернизации в этом смысле принадлежат О. Конту [3.20], Г. Спенсеру [3.33], М. Веберу [3.8], Э. Дюркгейм [2.1.22], Е. Хагену [2.1.48], Т. Персонс [2.1.33] и Р. Челлен [3.40].

Ряд зарубежных ученых предлагает применять термин «модернизация» по отношению к отсталым или слабо развитым обществам для описания их усилий, направленных на то, чтобы догнать ведущие, наиболее развитые страны, которые сосуществуют с ними в одном историческом времени в рамках единого глобального общества. В данной интерпретации термин «модернизация» означает движение от периферии к центру современного общества.

Рассматривая модернизацию как процесс восприятия ценностей, институтов и культурных моделей «современности», важно выделить приоритетные факторы, способствовавшие возникновению современной теории модернизации (рис. 1.1.1). Во многих зарубежных источниках выделяется социополитический фактор возникновения теории модернизации, связанный с необходимостью изучения процессов развития третьего мира, представленного странами бывших колоний и полуколоний мира. Вторым по значимости фактором, способствовавшим появлению теории модернизации, выступает информационно-политический фактор, включающий в себя не только сбор информации о странах третьего мира, но и выработку практических рекомендаций для правительств развитых стран мира по сотрудничеству с развивающимися странами. В качестве третьего фактора появления современной теории модернизации признается идеологический фактор, рассматривающий создание теории модернизации в качестве альтернативы социализму. Однако после распада социалистической системы значение данного фактора потеряло свою актуальность. Вместе с тем по мнению отдельных ученых, данный фактор может заменить экономический фактор, связанный с необходимостью формирования новых экономических отношений, институтов и механизмов, позволяющих развивающимся странам осваивать достигнутый развитыми странами уровень организации современного производства.



Рис. 1.1.1. Основные факторы, способствовавшие появлению теории модернизации

Учитывая множество трактовок понятия «модернизация», а также сравнительный анализ различных научных концепций механизма ее реализации в странах с переходной рыночной экономикой, предлагается восприятие данного термина, как процесса трансформации традиционного общества, существующего в этих странах, в общество, для которого характерны машинная технология, рациональные экономические отношения, а также наличие высоко дифференцированных социальных структур.

Для лучшего понимания сущности современной теории модернизации общества целесообразно проанализировать основные этапы ее становления и эволюции. Основной период популярности этой теории в её первоначальном виде приходится на 50-е и середину 60-х гг. прошлого столетия в связи с работами М. Леви [2.1.54], Э. Хагена [2.1.48], Е. Penrose [2.1.58], Парсонс [2.1.33], Ш. Эйзенштадта [2.1.74], Д. Эптера [2.1.73] и др.

В первой половине 60-х гг. прошлого века в зарубежной литературе появились результаты ряда страноведческих социологических и политологических исследований, посвященных различным аспектам модернизации в странах Востока. Особое внимание среди них привлек к себе вопрос о путях модернизации Японии, где

модернизация была осуществлена в рамках национальной традиции, поставив тем самым под сомнение отдельные положения начальных теорий модернизации. Э. Хагена [2.1.48], Д. Левина [2.1.26], К. Гирца [2.1.15], обосновывающих механизмы эффективного приспособления к изменяющимся условиям традиционных институтов и социальных групп.

В 70-х гг. прошлого века ряд классических постулатов теории модернизации как с эмпирической точки зрения, так и в теоретическом плане были подвергнуты сомнению, т.к. их утверждения противоречили очевидным историческим фактам. В ответ на это во второй половине 80-х гг. в теории модернизации стала складываться концепция модернизации, базирующаяся на сохранении национальной культуры без жесткого навязывания обществу западных ценностей, авторами которой стали И. Валлерстайн [2.1.10], К. Кожима [2.1.53], Д. Белл [2.1.6], Р. Челен [3.40], А. Турен [2.1.41], Ш. Эйзенштадт [2.1.75], Полтэрович В.Д. [2.1.63].

Как отмечал А. Турен (2.1.41.), реальный ход процессов модернизации национальных экономик опроверг либерально-рационалистический универсализм, утверждавший, что модернизация в развивающихся странах и в странах с переходной экономикой продвигается за счёт развития науки и технологий, путем развития системы образования. В результате такой переоценки на смену партикуляризму, признававшему «веру в особый путь» для каждой страны, пришел синтез универсализма и партикуляризма [2.1.41].

Существенное влияние на углубление теории модернизации оказало появление в XX веке институционально-социальной теории, основным положением которой является признание решающего влияния формальных (законов) и неформальных (обычаев) институтов на развитие любой экономической системы. Перечень основных элементов, наиболее полное характеризующих категорию «модернизация», представлен на рис. 1.1.2.

Объектами институционального обеспечения потребностей модернизации на уровне крупных предприятий современная экономическая теория рассматривает такие элементы, как инновационный характер применяемых технологии, высокий уровень маркетинга, стремление к экологической чистоте производства, широкий спектр используемых прогрессивных финансовых инструментов, корпоративные принципы организации произ-

водства, наличие конкурентоспособной стратегии развития предприятий, обязательное наличие эффективного риск-менеджмента и т.д.

На первых этапах становления институциональной экономики приоритетным средством решения стоящих перед экономикой проблем считался научно-технический прогресс, способный обеспечить бесконфликтную эволюцию буржуазного общества от индустриального состояния к постиндустриальному, а затем – и к неоиндустриальному. В процессе своего дальнейшего развития институционально - социальная экономическая теория преодолела чрезмерную идеализацию технических факторов и сделала акцент на повышение роли человеческого фактора и реализацию механизма гармоничного социального развития общества.

Начиная с середины 80-х г.г. теория модернизации получила мощный импульс развития, чему способствовало появление «теории неомодернизации» Д. Белла [2.1.6], И. Валлерстайна [2.1.10], «теории постмодернизации» Дж. Александера [2.1.2], теории экологической модернизации Э.Гидденса [2.1.14], У.Бека [2.1.5]. Реанимированная и пересмотренная теория модернизации учла опыт развития посткоммунистического мира и действительно видоизменилось за счёт корректировки многих своих ключевых понятий [2.1.72].

С точки зрения теории неомодернизации, модернизация стала рассматриваться как исторически ограниченный процесс, узаконивающий такие институты и ценности современности, как демократию, рынок, образование, разумное администрирование, самодисциплину, трудовую этику и т.д.

Многие зарубежные ученые, отмечая в качестве ключевых аспектов модернизации индустриализацию, урбанизацию, рост профессиональной специализации и повышение уровней формального образования, считают, что в последние десятилетия зрелые индустриальные общества стали двигаться в новом направлении, которое можно назвать «постмодернизацией».

Немаловажный вклад в развитие теории модернизации внесла теория экологической модернизации, которая зародилась в 80-х гг. прошлого века и развивается в настоящее время в рамках социально-экологической традиции. Как утверждают её создатели целью данной теории является раскрытие механизма

Индустриализация реального сектора экономики

Внедрение инновационного типа развития экономики

Рост профессиональной специализации, обеспечивающей эффективность общественной жизни

Демократизация различных сфер экономической и социальной деятельности

Распространение индивидуализма как основного образа жизни членов сообщества

**ХАРАКТЕРИСТИКИ
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ
КАТЕГОРИИ
«МОДЕРНИЗАЦИЯ»**

Урбанизация образа жизни основной части населения

Развитие бюрократизации во многих сферах жизни общества

Доминирующее влияние рыночных отношений между субъектами хозяйствования

Внедрение эффективных систем мотивации людей к успеху

Утверждение идей разума, гуманизма и науки

Рис. 1.1.2. Основные характеристики категории модернизации уровня национальных экономик

воздействия постиндустриального общества на экологические процессы. Э. Гидденс [2.1.14.] выделяет три основные черты, отличающие характер современного общества от досовременного:

1) во много раз возросшая скорость изменения содержания и направленности социальных процессов;

2) втягивание социально и информационно различных районов мира во взаимодействие друг с другом, что в конечном счете выразилось в процессе глобализации;

3) кардинальное изменение внутренней экономической природы и организационного устройства современных институтов.

Широкое развитие в странах с развитой экономикой получила теория управления комплексными группами («Complex group division»), которая изучает предпосылки возникновения, принципы и механизм функционирования высоко интегрированных корпоративных структур (далее по тексту – ВИКС) [2.1.11].

С момента возникновения теории модернизации ее создатели взяли на вооружение междисциплинарный подход к объяснению природы общественного развития. В рамках этого подхода в настоящее время объединяются представители самых разных наук – социологи, экономики, этнологи, политологи и социальной психологии, экологии. Такая консолидация интеллектуального потенциала позволила этой теории стать весьма влиятельным направлением современной общественно-теоретической мысли.

Как видно из рис. 1.1.3, в более общем виде процесс перехода от традиционного общества к современному включает в себя, ориентацию на инновации, преобладание инноваций над традицией, светский характер социальной жизни, поступательное (нециклическое) развитие, выделенную личность, индустриальный характер, массовое образование, креативный скад мышления и т.д.

Существенный вклад в развитие теории модернизации внесли такие учёные из стран СНГ как Н. Шмелев [2.1.71], Н. Петраков [2.1.35], С. Глазьев [3.15], А. Варшавский (2.1.12.), В. Полтэрович [2.1.63], С. Губанов [2.1.18], Р. Кучуков [3.18], К. Хубиев [2.1.42] и другие.

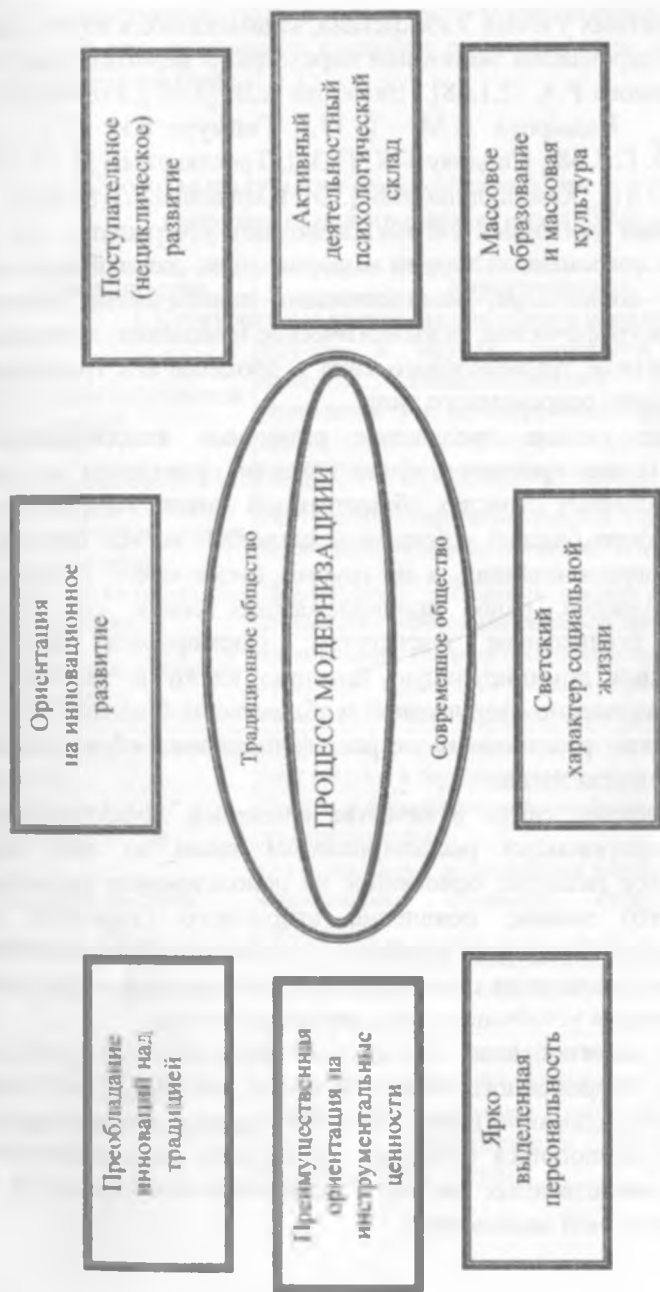


Рис. 1.1.3. Ключевые признаки перехода от традиционному развитому обществу

Среди известных учёных Узбекистана, занимающихся изучением проблемы модернизации экономики переходного периода, следует отметить Алимова Р.А. [2.1.68], Вахабова А.В. [3.10.], Гозибекова Д.Г. [3.16.], Кадырова А.М. [3.17.], Гиймуш Р.И. [2.1.16.], Расулева А.Ф. [2.1.68], Саидову Г.К. [3.31], Тростянского Д. [3.34], Чепеля С.В. [3.41], Хамидулина М.Б. [3.3], Юлдашева Р.З. [2.1.43].

Исследования указанных учёных позволяют утверждать, что, с точки зрения современной теории модернизации, данный процесс предполагает социальные, экономические, политические, экологические, демографические, психологические изменения, претерпеваемые обществом традиционного типа в процессе его трансформации в общество современного типа.

Зарубежные ученые предлагают различные классификации качественно новых критериев эффективности проведения модернизации в различных отраслях общественной жизни. Например, в социальной сфере базовой социальной единицей во все большей степени становится индивид, а не группа; имеет место передачи отдельных функций, ранее принадлежавших семье, специализированным социальным институтам; формируется подход предполагающий доминирующую позицию науки и экспертов; происходит разделение сфер частной и общественной жизни; имеет место ослабление родственных уз; рост формального образования, улучшение качества жизни.

В экономической сфере в качестве критериев эффективности процессов модернизации рассматриваются такие из них, как технологическое развитие, основанное на использовании научного (рационального) знания; появление вторичного (торговля) и третичного (услуги) секторов хозяйства; углубление общественного и технического разделения труда, развитие рынков товаров, денег и труда, обеспечение устойчивого экономического роста.

Учитывая многообразие объектов, аспектов и уровней модернизации современного общества, автор концентрирует свое внимание на исследовании инвестиционного аспекта модернизации предприятий, являющихся базовыми субъектами инновационного обновления хозяйственных систем в развивающихся странах и в странах с переходной экономикой.

О возрастающей роли и значимости модернизации предприятий свидетельствует перечень способов получения ими конкурентных преимуществ в (табл. 1.1.1).

Таблица 1.1.1

Способы получения конкурентных преимуществ современными предприятиями [3.10]

Преимущество	Характеристика
I. Конкурентные преимущества общего порядка	
Обладание собственной технологией	Ноу-хау в области технологии производства продукта, совершенствования процесса или управления им принадлежащие фирме, которые другие фирмы могут получить только посредством НИОКР или от данного владельца
«Рост», на неиспользовании торговой марки или торгового знака	Репутация в отношении качества, товаров или услуг, полученная на базе собственного опыта
Экономия на масштабах производства	Производство в больших масштабах, снижающее стоимость единицы выпускаемой продукции
Экономия на диапазоне деятельности	Имеет место, когда за счет объединения «под одной крышей» нескольких видов производства достигается сокращение затрат на их выпуск
Экономия на масштабе закупок	Снижение стоимости сырья и полуфабрикатов за счет закупок в больших количествах
Экономия на финансировании	Доступ к финансированию по более низким ставкам для крупных фирм
Экономия на сбыте	Отгрузка сырья и продукции большими партиями, снижающаяся стоимость отгрузки единицы продукции
Экономия на рекламе	Продажи на нескольких рынках, позволяющие определенную «межрыночную» специализацию рекламы
Покровительство со стороны государства	Свободный или преференциальный доступ на рынок, регулируемый государством
Качество менеджмента персонала	Навыки стимулирования групповой деятельности занятых в производстве и оптимизации производительности их труда

II. Конкурентные преимущества, связанные с мультинационализацией производства	
Мультинациональные возможности маркетинга	Знание рынков в нескольких странах и обеспечение доступа к ним
Мультинациональные источники снабжения	Надежный доступ к источникам сырья, полуфабрикатам и т. п. в нескольких странах, что снижает издержки по сравнению с единственным источником
Мультинациональная диверсификация	Осуществление операций в нескольких странах с целью снижения «риска страны» и бизнес-риска
Опыт менеджмента в нескольких странах	Полученные на базе опыта навыки управления операциями в нескольких странах дают преимущества перед конкурентами
Экономия на агломерации	Экономия на агломерации производственной деятельности в результате территориально-производственного кооперирования с другими фирмами

Согласно теории модернизации для организации качественных процессов модернизации предприятий реального сектора экономики их владельцам и менеджерам необходимо четко представлять структуру и механизм предстоящих изменений в принципах организации и управления производством, в структуре собственности, в приоритетах инновационного развития производств, а также в механизме управления их активами и пассивами.

На рис. 1.1.4 показаны основные характеристики процесса модернизации субъектов хозяйствования, дающие представление о его комплексном характере и их принципиальном отличии от нового строительства, технической и технологической реструктуризации основных производственных фондов или освоения отдельных видов новой продукции.

В ходе организации процессов модернизации различных сторон деятельности предприятий их менеджерам важно учитывать принципиальные отличия и особенности:

- модернизации нормально функционирующих предприятий, целью которой является реализация таких стратегических задач, как например, увеличение стоимости предприятия, повышения их устойчивости или сохранение позиций на занимаемых сегментах рынка;

– модернизации так называемых «проблемных» предприятий, целью которой является разработка программ по кардинальной реорганизации всей деятельности предприятий или возвращение предприятий-банкротов в нормальное состояние.



Рис. 1.1.4. Основные характеристики процесса модернизации деятельности предприятия

По способам проведения модернизации предприятий можно выделить такие четко различающиеся, но взаимосвязанные направления обновления их деятельности, как:

- модернизация деятельности предприятия путем изменения масштаба бизнеса;
- модернизации предприятия путем влияния на собственность и корпоративный контроль в АО;
- модернизации бизнеса путем изменения внутренней структуры функционирования предприятия.[3.49]

Модернизации бизнеса путем изменения масштаба предприятия является самым сложным направлением модернизации субъектов хозяйствования. При этом укрупнение масштабов деятельности предприятия проводится с целью увеличения стоимости компании, диверсификации производства, занятия более высоких позиций на рынке или для повышения его конкурентоспособности в целом. Данный вид реструктуризации требует умения учитывать

различные интересы собственников модернизируемого предприятия и находить варианты разрешения встающих перед ними проблем. Для укрупнения предприятий могут использоваться такие эффективные методы реорганизации, как слияние с другой компанией, поглощение одной компанией другой, приобретение отдельных активов другой компании.

В свою очередь, сокращение масштабов деятельности предприятия осуществляется с целью отделения «хороших» активов от «плохих» путем создания нового юридического лица, не обремененного долгами, разрешения возникающих конфликтов интересов собственников предприятия, а также для иных целей, связанных с уходом компании от возможных производственных и финансовых проблем в будущем. Для реализации разукрупнения бизнеса предприятия могут использовать такие методы реструктурирования, как разделение и выделение, создание дочерних предприятий, продажу и безвозмездную передачу активов предприятия.

Эффективным направлением модернизации предприятия может выступать модернизация путем влияния на собственность или совершенствования системы корпоративного контроля. В процессе обновления структуры собственности или системы корпоративного контроля в большей степени затрагиваются интересы собственников капитала и принципы корпоративного контроля за деятельностью предприятия, в то время как вопросы изменения масштаба или содержания его производственно-хозяйственной деятельности отодвигаются на задний план. В процессе реализации данного направления деятельности предприятия могут использовать такие виды реструктуризации бизнеса, как:

- изменение состава собственников предприятия;
- изменение структуры собственности предприятия;
- реструктуризация кредиторской задолженности.

Изменение состава собственников предприятия может быть реализовано посредством следующих типов реструктурирования: преобразования, осуществления процедуры банкротства, либо путем ликвидации предприятия. Так, преобразовавшись в открытое акционерное общество, компания тем самым расширяет круг потенциальных собственников и инвесторов, повышает свою инвестиционную привлекательность, а кредиторам предоставляется более серьезная гарантия исполнения её обязательств. В процессе измене-

ния структуры собственности компании могут использоваться такие механизмы, как продажу, приобретение или конвертация акций.

Осуществление процедуры банкротства может привести к изменению состава собственников предприятия, за счёт включения в него коммерческих банков, инвестиционных фондов и других крупных кредиторов или стратегических инвесторов, которые помогут ему выйти из кризисного состояния.

В процессе реструктуризации задолженности предприятиями могут использоваться следующие способы: погашение, списание, отсрочка, рассрочка, продажа, обмен или конвертация долгов предприятия.

Модернизация предприятий путем изменения внутренней структуры их функционирования предполагает:

- реструктуризацию организационной структуры (перераспределение полномочий, изменение перечня функций и задач управленческих служб);

- реструктуризацию производственной структуры (модернизация производства, создание центров финансовой ответственности, четкое выделение основных и вспомогательных подразделений, создание крупных и проектных структур).

Мировая практика инновационного обновления крупных предприятий свидетельствует, что, несмотря на важность таких составляющих процесса их модернизации, как нормативно-правовая, производственно-технологическая, организационно-техническая (рис. 1.1.5), центральное место принадлежит его финансовой составляющей.

Финансовую составляющую процессов модернизации деятельности предприятий следует рассматривать как совокупность форм, методов и инструментов поиска, привлечения и использования собственных и привлеченных финансовых ресурсов для реализации поставленных перед ними стратегических целей.

Несмотря на то, что возможностей у субъектов хозяйствования для привлечения финансов на нужды модернизации довольно много, принятие решений по своевременному и полному обеспечению финансовыми ресурсами потребностей модернизации осложняется различными факторами, такими как: тип инвестиций, их стоимость и условия приобретения, возможности

использования и взаиморасчетов с инвесторами, а также уровень различных финансовых рисков и т.д.



Рис. 1.1.5. Структура основных аспектов реализации процессов модернизации предприятий¹

С содержательной точки зрения, реализации финансовой составляющей процесса модернизации субъектов хозяйствования представляет собой систему мер, направленных на организацию гармоничных финансовых отношений и формирование оптимальных денежных потоков, обеспечивающих получение высоких конечных результатов их деятельности.

С процедурной точки зрения процесс реализации финансовой составляющей включает в себя, с одной стороны, активный поиск и привлечение на выгодных условиях инвестиционных ресурсов на нужды модернизации предприятий, а с другой стороны – их умелое и своевременное использование в процессе реализации инвестиционных проектов и формирования устойчивых доходов предприятия. Именно здесь большинству крупных предприятий необходима поддержка государства и финансовых институтов, для которых они должны создавать реальные стимулы и предоставлять ощутимые финансовые преференции.

Основные направления реализации финансовой составляющей процесса модернизации деятельности предприятий наглядно показаны на рис. 1.1.6.

¹ Составлено автором

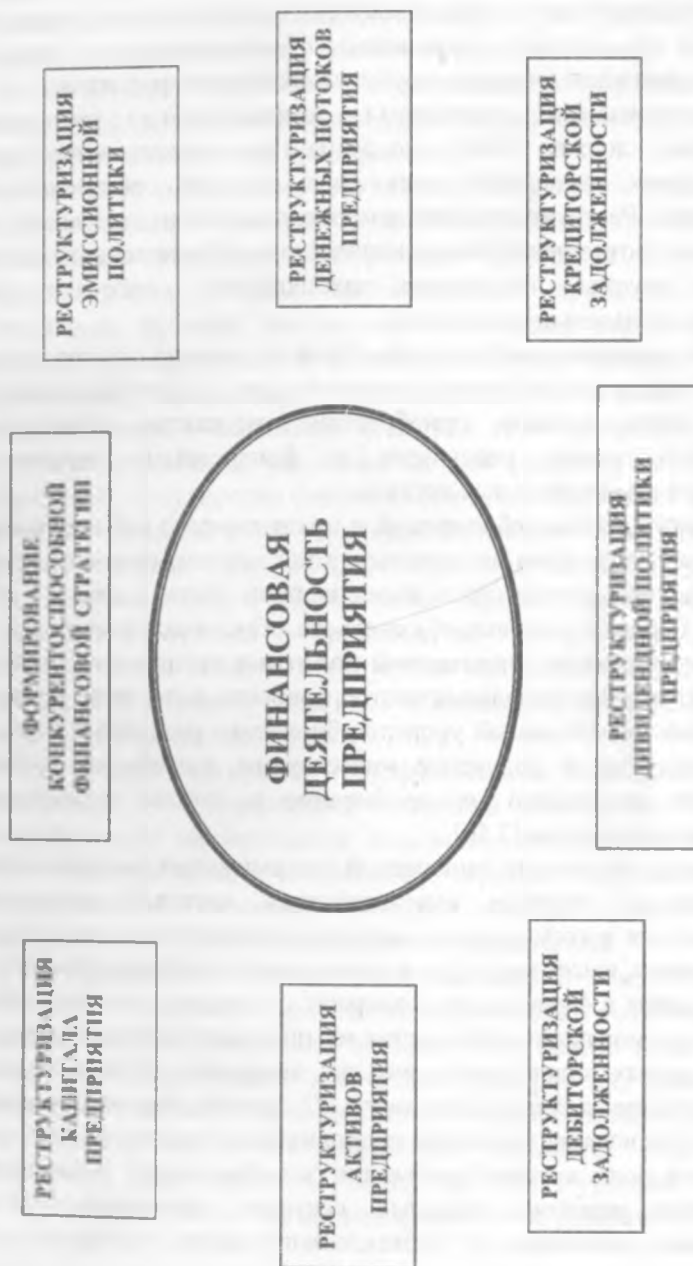


Рис. 1.1.6. Основные формы модернизации финансового обеспечения деятельности предприятия

Формирование конкурентоспособной финансовой стратегии предприятия включает в себя совокупность эффективных методов управления его активами и пассивами, обеспечивающими потребности модернизации и вывод на орбиту устойчивого развития.

Реструктуризация структуры акционерного капитала предприятия должна быть нацелена на совершенствование корпоративных отношений акционеров, то есть собственников предприятий. Реструктуризация акционерного капитала связана с изменением соотношения между количеством обыкновенных акций в составе крупных их пакетов, находящихся в собственности отдельных совладельцев компании.

Реструктуризация активов предприятия должна предполагать продажу банком его избыточных активов, сдачу в аренду, передачу в залог части активов, приобретение имущества, изменение соотношения между реальными и финансовыми активами, ликвидацию нерентабельных активов.

Реструктуризация дебиторской и кредиторской задолженности предприятия должна заключаться в погашении, списании, отсрочке, рассрочке, конвертации, консолидации долга, а также в покупке или продаже долговых обязательств, обмене задолженности.

Реструктуризация дивидендной политики предполагает выбор такой политики распределения чистой прибыли, которая обеспечит предприятию необходимый уровень обновления различных сторон его деятельности и получение инвесторами достойного уровня дивидендов, делающего их пребывание в составе владельцев предприятия выгодным.[3.50]

В процессе реализации финансовой составляющей наглядно вида дихотомическая природа взаимодействия крупных субъектов хозяйствования с государством, которая проявляется в том, что, с одной стороны, имеет место усиливающаяся потребность субъектов хозяйствования в финансовой поддержке со стороны государства в периоды кардинального обновления их производственных фондов, освоения новых видов продукции или внедрения прогрессивных систем маркетинга или менеджмента. С другой стороны, именно процессы обновления ключевых предприятий создают условия для возрастания роли крупных субъектов хозяйствования в качестве локомотивов развития реальных секторов экономики, обеспечивающих наполнение потребительского рынка, поддерживаю-

щих создание новых рабочих мест, а также пополнение бюджетов и развитие объектов социальной инфраструктуры. Наличие указанных тесных экономических взаимоотношений между субъектами хозяйствования и органами государственного управления делают последних заинтересованными участниками процесса комплексной модернизации крупных предприятий.

Активное включение государства в процессы модернизации национальных экономик обусловлено возложенными на него функциями главного реформатора общества и регулятора происходящих в нем экономических процессов. В силу указанных функций государство вынуждено корректировать, а иногда и устранять те «несовершенства», которые присущи рыночному механизму и с которыми последний сам либо справиться не в состоянии, либо для этого потребуют большие затраты временных, человеческих или финансовых ресурсов. В частности, государство берет на себя ответственность за создание равных условий для функционирования различных форм хозяйствования на основе эффективной конкуренции и ограничения власти монополий. Кроме этого, государство призвано заботиться о производстве достаточного количества общественных товаров и услуг, так как рыночный механизм не всегда в состоянии должным образом удовлетворять коллективные потребности людей. [2.1.62]

Возложение на органы государственного управления функции проводников экономической политики государства в области модернизации национальной экономики заставляет их постоянно изыскивать резервы и использовать огромный незадействованный социально-экономический потенциал отраслей и территорий для модернизации стратегически важных предприятий.

Одновременно с этим нельзя забывать о том, что главным условием высоких темпов модернизации экономик развивающихся стран все равно остается качественно новый уровень конкурентоспособности ключевых предприятий, оказывающий позитивное влияние на повышение активности производства, рост инвестиционной привлекательности отдельных отраслей или регионов, наполняемость бюджетов всех уровней, а также сбалансированное социально-экономическое развитие регионов.

Таким образом, можно сделать вывод, что модернизация предприятий реального сектора экономики представляет собой сложный и многогранный процесс, являясь наиболее сложной сферой индустриализации в странах с транзитивной экономикой. При этом центральное место в ней занимает финансовая составляющая, обеспечивающая материальную основу для реализации инновационной, технической, технологической, кадровой и других составляющих данного процесса. Учитывая сложность и многогранность составляющей данного процесса, в следующем параграфе данной главы монографии раскрываются научно-методологические вопросы активизации роли банков в инвестиционном обеспечении крупных субъектов хозяйствования.

1.2. Методологические вопросы участия банков в инвестиционном обеспечении модернизации крупных предприятий

Развитие общества в целом и отдельных хозяйствующих субъектов базируется на расширенном воспроизводстве материальных ценностей, обеспечивающем рост национальной экономики и повышение жизненного уровня населения. Для обеспечения устойчивого развития в условиях жесткой рыночной конкуренции крупным субъектам хозяйствования необходимо кардинальное обновление производственного аппарата, освоение гибких наукоемких технологий, а также реструктуризация систем маркетинга и менеджмента, без чего невозможно осуществление расширенного воспроизводства и обеспечение конкурентных преимуществ для выпускаемой продукции. Реализация на практике всех вышеназванных форм модернизации предприятий невозможна без постоянного притока инвестиции в промышленный капитал, в котором они первоначально представлены по аналогии со всеми другими видами экономических ресурсов. Поэтому своевременное и полное удовлетворение потребностей ключевых предприятий в инвестиционных ресурсах представляет одну из наиболее трудно разрешаемых проблем обеспечения устойчивого развития любой экономики, а особенно находящейся в переходном периоде.

Учитывая данные обстоятельства, экономике любой страны в условиях рыночной среды требуются непрекращающиеся ни на день

крупные капиталовложения для финансирования модернизации предприятий промышленности и других жизненно важных отраслей хозяйства. Так как возможности государственного вмешательства в распределение материальных и финансовых ресурсов в условиях рынка существенно ограничены, большинство предприятий, будучи основанными на индивидуальной, либо на коллективной формах собственности, вынуждены самостоятельно изыскивать материальные и денежные ресурсы на рынках, через которые распределяется подавляющая часть общественного продукта как в натурально-вещественной, так и в стоимостной формах.

Главная трудность обеспечения притока инвестиций на нужды модернизации предприятий реального сектора экономики заключается в том, что его невозможно добиться без внедрения прогрессивных экономических отношений, формирования благоприятного инвестиционного климата, институционального и функционального развития фондового рынка, стимулирования стратегических иностранных и институциональных инвесторов, повышения уровня защиты их интересов, создания развитой инвестиционно-финансовой инфраструктуры.

Одним из наиболее важных факторов успешной реализации инвестиционной составляющей процесса модернизации крупных предприятия выступает наличие развитой инструментальной базы финансирования. При этом все источники инвестиционного обеспечения делятся на три большие группы: собственные, привлеченные и заемные средства.

Структура собственных источников инвестиционного обеспечения потребностей модернизации хозяйствующих субъектов наглядно показана на рис. 1.2.1.

Основным внутренним источником инвестиционного обеспечения потребностей модернизации крупных предприятий является их собственная прибыль, получаемая от всех видов финансово-хозяйственной деятельности. Другим устойчивым внутренним источником инвестирования предприятий являются амортизационные отчисления, которые в обязательном порядке в соответствии с установленными нормами амортизации начисляются на все виды используемых в производстве основных средств и включаются в издержки производства (себестоимость), обращения



Рис. 1.2.1. Структура собственных источников инвестиционного обеспечения потребностей модернизации крупных предприятий

продукции. Эти средства расходуются предприятиями на возмещение износа капитала, основных средств и потому обладают инвестиционной природой [2.1.22]. Существенным видом собственных активов предприятий выступают другие виды активов, имеющихся в распоряжении предприятия, включая основные фонды, земельные участки, ноу-хау и т.п.

Однако, несмотря на преимущества указанных выше источников финансирования, следует признать, что резко возросшие инновационные потребности крупных предприятий, а также необходимость устранения негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса требуют от них значительного увеличения масштабов привлечения внешних инвестиционных ресурсов, позволяющих модернизировать различные стороны их деятельности, осваивать выпуск наукоемкой продукции и организовывать более эффективные программы ее сбыта на международных рынках.

Привлеченные средства крупных предприятий складываются из средств от продажи выпускаемых ими акций, облигаций и других видов ценных бумаг, а также средств, выделяемых вышестоящими холдинговыми компаниями, промышленно-финансовыми группами на безвозмездной основе, благотворительных взносов и иной спонсорской помощи.

Заемные средства крупных предприятий складываются из кредитов отечественных и зарубежных банков, средств государственных инвестиционных программ, источников венчурного и лизингового финансирования, а также грантов международных финансовых институтов (Всемирный банк, ЕБРР, АБР), других международных фондов (МФК, ЮНИДО, ПРООН), крупных страховых компаний, а также средств межгосударственной технической помощи, предоставляемых на возвратной основе или принципах взаимовыгодного сотрудничества.

Анализ зарубежной практики финансирования инвестиционных проектов показывает, что наибольшее распространение в мировой практике получили такие методы инвестиционного обеспечения крупных предприятий, как:

1) бюджетное финансирование, осуществляемое непосредственно за счет субсидирования расходов на реализацию проектов, включенных в государственные инвестиционные программы, из бюджетов разных уровней (республиканского, местного и т.п), внебюджетных фондов, предоставляемых безвозмездно или на льготной основе;

2) банковское финансирование за счет кредитов коммерческих банков, выделяемых для реализации инвестиционных проектов;

3) лизинговое обеспечение как способ финансирования инвестиций, основанный на долгосрочной аренде, долгосрочная аренда машин, оборудования, транспортных и других средств, обеспечивающих реализацию инвестиционных проектов;

4) акционерное инвестирование, представляющее собой финансирование за счет вложения денежных средств инвесторов путем приобретения акций предприятий - эмитентов;

5) долговое финансирование посредством привлечения финансовых ресурсов за счет выпуска эмитентами долговых ценных бумаг (облигаций, векселей, банковских сертификатов и т.д.);

6) ипотечное финансирование, позволяющее получать денежные ссуды на инвестиционные цели под залог недвижимого имущества (земли, предприятий, сооружений, зданий и иных объектов, непосредственно связанных с землей).

Каждая из этих форм имеет свои преимущества и недостатки, поэтому правильно оценить последствия использования различных способов финансирования для реализации программ модернизации

крупных предприятий можно только при сравнении их альтернативных вариантов.

Наряду с источниками финансирования, важным элементом механизма инвестиционного обеспечения потребностей модернизации крупных предприятий выступает состав основных поставщиков и посредников, обеспечивающих поступление собственных, привлеченных и заемных средств (рис. 1.2.2).

С институциональной точки зрения, главная трудность инвестиционного обеспечения процессов модернизации крупных предприятий заключается в узком круге институциональных инвесторов, способных обеспечить приток значительных объемов внутренних и иностранных инвестиций на нужды их инновационного обновления. Мировой опыт показывает, что наиболее подготовленными и заинтересованными институциональными инвесторами, способными справиться с этой капиталоемкой и рискованной деятельностью, являются коммерческие банки, обладающие необходимым статусом, базами данных и квалифицированным персоналом.



Рис. 1.2.2. Состав основных поставщиков инвестиций для модернизации предприятий

Как показывает мировая практика, несмотря на широкий состав и большие возможности у многих из указанных выше категорий институциональных инвесторов, наиболее крупным и надежным инвестором для финансирования потребностей крупных компаний, особенно в период устранения негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса, остаются коммерческие банки. Данное обстоятельство заставляет как органы государственного управления, так и владельцев самих крупных предприятий стремиться к созданию благоприятных условий для активизации деятельности банков по инвестиционному обеспечению процессов модернизации последних.

Период устранения негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса привел к глубокому переосмыслению путей развития общественного производства и принципов управления крупными субъектами хозяйственной деятельности, составляющими стержень реального сектора экономики любой страны. В результате участие банков в инвестиционном обеспечении потребностей развития ключевых предприятий реального сектора во многих странах мира стало рассматриваться как приоритетное направление банковского бизнеса, направленное на удовлетворение инвестиционных потребностей всего реального сектора экономики. С другой стороны становится главным критерием реформирования банковских секторов во многих странах мира обеспечения производственной направленности долгосрочных вложений банка. Производственные инвестиции банков выступают как вложения в создание и развитие предприятий и организаций путем участия банков в капитальных затратах данной категории хозяйствующих субъектов в форме приобретения долей, паев, акций, других ценных бумаг предприятий, размещаемых на первичном рынке, а также путем инвестиционного кредитования или различных других форм финансирования их инвестиционных проектов.

Деятельность банков по инвестиционному обеспечению потребностей ключевых предприятий национальных экономик рассматривается как деятельность, направленная на удовлетворение инвестиционных потребностей предприятий с целью повышения уровня производственной направленности осуществляемых ими вложений. Производственные инвестиции банков выступают как

вложения в создание и развитие предприятий в форме приобретения инвестиционных паев, долей акций или других ценных бумаг, размещаемых ими на первичном рынке, а также путем кредитования их инвестиционных проектов.

В микроэкономическом аспекте, совокупность его собственных и клиентских инвестиционных операции банка рассматривается как деятельность, в процессе которой банк выступает в качестве инвестора, вкладывающего собственные и привлеченные ресурсы в создание или приобретение реальных финансовых активов для обслуживаемых им предприятий с целью получения собственных доходов и повышения ликвидности всего банковского бизнеса. Однако инвестиционная деятельность банков имеет и иной аспект, связанный с осуществлением макроэкономической роли как финансовых посредников. В этом качестве банки способствуют реализации инвестиционного спроса хозяйствующих субъектов, выступая в качестве активных проводников денежно-кредитной, монетарной и инвестиционной политики государства, направленной на модернизацию национальной экономики и реализацию качественных структурных сдвигов в ее развитии

Таким образом, деятельность банков по инвестиционному обеспечению потребностей модернизации крупных предприятий имеет двойственную природу, т.к., с одной стороны, она воспринимается как способ вложения собственных и клиентских инвестиций, а с другой – как деятельность, связанная с расширением масштабов инвестиционного развития экономической системы в целом.

Как показало проведенное исследование, центральное место в процессе поддержки банками многофункциональной деятельности крупных предприятий принадлежит активной поддержке эмиссионной составляющей их финансовой деятельности, с помощью которой обеспечивается мобилизация финансовых ресурсов для их инновационного развития и обеспечения конкурентоспособности выпускаемой ими продукции или оказываемых услуг. С точки зрения банка, как экономического субъекта, его инвестиционная деятельность должна рассматриваться как деятельность, в процессе которой банк выступает в качестве инвестора, вкладывающего собственные и привлеченные ресурсы в создание или приобретение реальных и покупку финансовых активов для обслуживаемых ими

предприятий с целью получения собственных доходов и повышения ликвидности всего банковского бизнеса.

Наряду с обеспечением эмиссионной функции крупных предприятий, банки способны успешно выполнять роль крупных институциональных инвесторов за счёт вложения своих свободных ресурсов в выпускаемые ими ценные бумаги или предоставления им инвестиционных кредитов, а также управления их инвестиционными портфелями в качестве независимых доверительных управляющих.

Непосредственное участие в увеличении размера капитала крупных предприятий за счёт вложения собственных средств в их уставные капиталы и оказания содействия в размещении их акций позволяет совершенствовать структуру акционерного капитала данной категории субъектов хозяйствования, что имеет немаловажное значение для обеспечения их устойчивого развития.

Однако, прежде чем перейти к рассмотрению принципов и механизма активизации деятельности банков по инвестиционному обеспечению программ модернизации ключевых предприятий, целесообразно исследовать теоретические основы организации этого рискованного и капиталоемкого направления банковского бизнеса. Правильному пониманию возрастающей роли банков в инвестиционном обеспечении процессов модернизации крупных предприятий способствует глубокое изучение экономической сущности инвестиционных процессов, обеспечивающих устойчивость и ликвидность современного крупномасштабного производства, связанного с выпуском и реализацией продукции, а также завоеванием предприятиями необходимой рыночной ниши.

Инвестиционное обеспечение инновационного развития крупных предприятий строится с учетом требований постулатов экономических теории. Наиболее известной из них является модель монополистических преимуществ, разработанная С. Хаймером [2.1.47] и далее развитая Ч.П. Киндлебергером [2.1.51], Р.Е. Коузом [3.11], О.И. Уилмсон [3.39], Р.Ф. Харродом [2.1.46]. Данная теория базируется на идее, что в процессе приобретения так называемых монополистических преимуществ перед конкурентами крупные предприятия заинтересованы в расширении сфер сотрудничества с банковскими институтами, позволяющем им получить более высокую прибыль.

Другой важной моделью, объясняющей природу функционирования крупных корпоративных структур, выступает модель жизненного цикла продукта, разработанная американцем Р.Д. Верноном [3.55] на базе теории роста фирмы. В соответствии с этой моделью любой новый продукт, получаемый в процессе модернизации производства, проходит четыре стадии цикла своей жизни (внедрение на рынок; рост продаж; их зрелость, насыщение рынка; спад продаж), на каждой из которых банковские институты способны оказать предприятиям широкий спектр услуг.

Большое влияние на расширение масштабов участия банков в инвестиционном обеспечении инновационных потребностей крупных корпораций оказало широкое распространение в 60-х годах прошлого века теории конвергенции промышленного и финансового капитала. В частности, большой популярностью среди зарубежных банков пользуется модель интернализации, базирующаяся на идее американского ученого Р. Коуза о том, что внутри интегрированной корпоративной структуры между ее подразделениями действует особый внутренний рынок (англ. internal), регулируемый руководителями корпорации. Учитывая преимущества этого рынка, значительная часть формально осуществляемых зарубежными банками международных операций является фактически внутрифирменными операциями между подразделениями больших хозяйственных комплексов, получивших название транснациональных компаний (ТНК). Умелая интеграция промышленного и финансового капиталов, проводниками которой обычно выступают банковские институты, позволяет их передовым в технологическом отношении дочерним компаниям к моменту возникновения конкуренции со стороны новых производителей продукта начать внедрение другого продукта.

Заинтересованность банков выступать в роли институциональных инвесторов и вкладывать собственные или привлеченные ресурсы в программы инновационного развития крупных интегрированных корпоративных структур хорошо корреспондирует с постулатами эклектической модели Дж. Даннинга [2.1.45]. Согласно этой модели крупные интегрированные корпоративные структуры начинают осуществлять через банковские институты прямые инвестиции в организацию производства товаров и услуг за рубежом потому, что для них одновременно совпадают три предпосылки:

1) они обладают явными конкурентными преимуществами по сравнению с другими компаниями в этой зарубежной стране за счет обладания специфическими преимуществами собственника;

2) им выгоднее использовать свои инвестиции в зарубежных странах, чем организовывать там экспорт товаров или технологий;

3) они могут использовать за рубежом некоторые производственные ресурсы более эффективно, чем в своих странах.

Существенное влияние на процессы активизации участия банков в интеграции промышленного и финансового капиталов оказали труды Дж.К. Гэлбрейта [2.1.13], который считал, что генезис высоко интегрированных бизнес-структур обусловлен технологическими причинами, требующими от крупных промышленных фирм, создающих новые технологии или услуги, соединения своих усилий с крупными финансовыми институтами в деле создания эффективных товаро- и услугопроводящих сетей.

Главной отличительной особенностью получивших широкое распространение в XX веке промышленно-финансовых конгломератов стало наличие у них зарубежного производства товаров и услуг в результате осуществления крупных и долгосрочных прямых инвестиций со стороны банковских институтов. Кроме функций крупнейших институциональных инвесторов, зарубежные коммерческие банки выступают в роли финансовых центров и выполняют для них функции поиска наиболее благоприятных условий заимствования, рационального распределения и эффективного использования инвестиций из других источников финансирования.

Перелив капитала в рамках всей интегрированной структуры нередко осуществляется ими для увеличения вложений в дочерние компании, что способствует слиянию, захвату или поглощению местных компаний. Часто международные корпорации с помощью банков скупают за границей уже существующие предприятия, а не строят там новые. За всем этим стоит стремление к диверсификации производства, поддержке филиалов в конкурентной борьбе за освоение местного рынка и в целом к повышению своей международной конкурентоспособности. К существенным причинам расширения масштабов осуществляемого с помощью банков трансграничного перелива капитала можно отнести и стремление ряда международных корпораций окольным путем проникать на рынки третьих стран, установивших высокие тарифные или

нетарифные ограничения на продукцию той или иной международной корпорации. На практике необходимость расширения масштабов зарубежного инвестирования определяется комплексом причин, включающих все составные части современного инвестиционного бизнеса, а также стремлением предприятий обеспечению принципа сравнительного преимущества на отдельных региональных рынках. Как гласит одна из статей Положения об общих принципах деятельности всемирно известного концерна Роял Датч Шелл, «критерии принятия инвестиционных решений не носят исключительно экономического характера, они включают социальные и экологические аспекты, а также вопросы оценки риска инвестиций». [3.12]

Правильному пониманию принципов организации эффективного инвестиционного обеспечения банками процессов модернизации крупных предприятий способствует более глубокое изучение положений современной теории инвестиционного анализа, позволяющей учитывать мотивы поведения различных категорий инвесторов на рынке капитала. [2.1.46, 2.1.49, 2.1.50, 2.1.56, 2.1.57]

В контексте имеющихся в мировой практике концептуальных подходов, обосновывающих принципы формирования и управления процессами инвестиционного обеспечения банками потребностей модернизации крупных предприятий, практический интерес представляют теории, показанные на рис. 1.2.3.

В основе теории DOW лежит умение биржевых аналитиков правильно установить момент возникновения новой тенденции в изменении биржевой цены данного вида ценной бумаги.

Теория повышения-падения курсов базируется на сопоставлении количества акций, курс которых повысился, с количеством акций, курс которых понизился. Если в течение некоторого времени разница между ними будет положительной, то можно считать, что рынок имеет положительную тенденцию.

Теория объема торговли основана на сравнении объемов биржевой торговли данным видом ценных бумаг с изменением их биржевого курса. В соответствии с данной теорией, большой объем операций с той или иной ценной бумагой в условиях роста цен

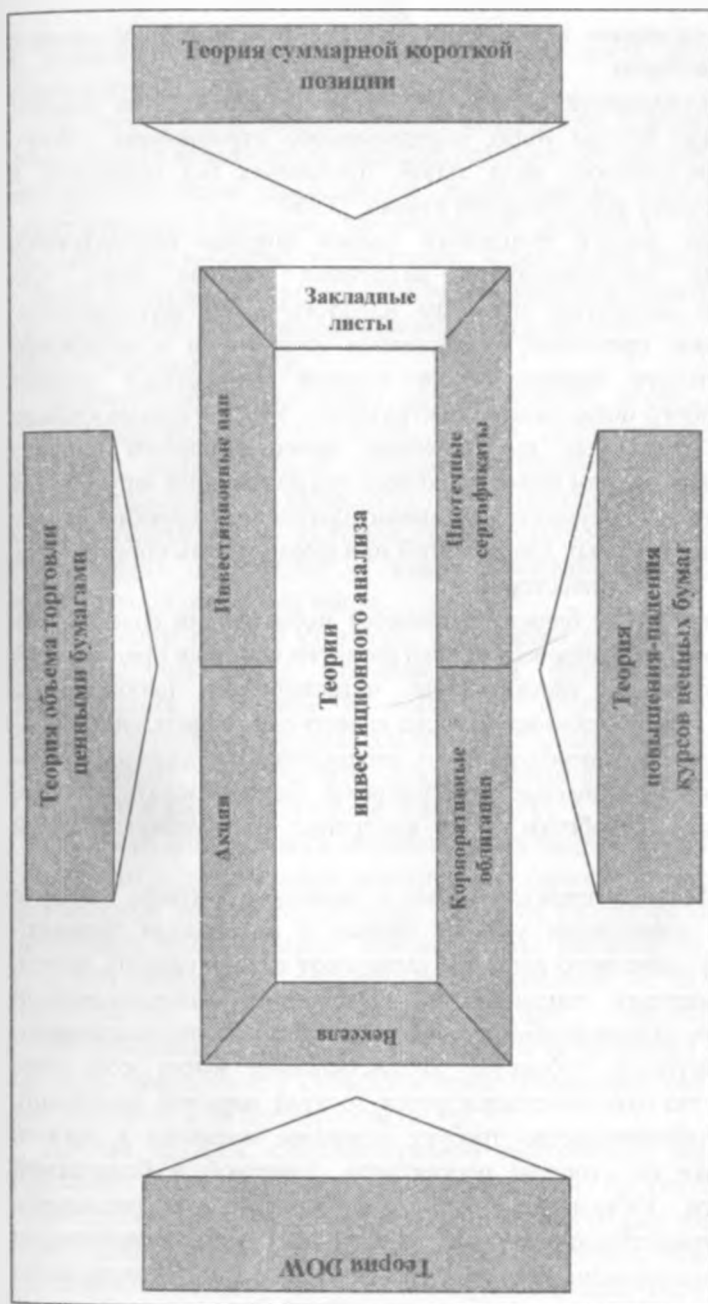


Рис. 1.2.3. Основные концепции связанные с активизацией деятельности банков в инвестиционном обеспечении крупных предприятий

считается признаком тенденции повышения курса данной ценной бумаги, и наоборот.

Теория суммарной короткой позиции базируется на анализе индекса Short Interest Ratio, определяемого отношением общего объема определённого вида акций, проданных без покрытия, к среднему объёму всех операций с ними. [3.48]

Указанные теории фондового рынка широко используются банковскими аналитиками в различных странах мира, что объясняется достаточно прочным идеологическим фундаментом, относительной простотой, обещаниями точности и возможности самостоятельного применения в каждый конкретный момент времени любого подходящего инструмента. Умелое использование постулатов указанных выше теорий инвестиционного анализа позволяет менеджерам инвестиционных подразделений зарубежных банков правильно осуществлять анализ потенциала приобретаемых ценных бумаг крупных предприятий или формировать спрос на них со стороны других инвесторов.

Активное участие банков в процессе мобилизации финансовых ресурсов на нужды инновационного развития крупных предприятий даёт возможность своевременно инвестировать необходимые объёмы средств в освоение выпуска качественно новых видов продукции, обеспечить необходимость расширения и технического перевооружения действующего предприятия, финансировать научные исследования, разработки и их внедрение в производственный процесс.

Таким образом, представленные в данном параграфе научные концепции активизации участия банков в интеграции промышленного и финансового капитала позволяют автору сделать вывод, что общемировая тенденция к активизации инвестиционной деятельности банков по обеспечению потребностей инновационного развития крупных субъектов хозяйствования имеет солидную теоретическую базу и подтверждается богатой мировой практикой. Указанное обстоятельство требует усиления внимания к данной проблематике со стороны регуляторов фондовой и банковской деятельности Узбекистана, т.к. даёт возможность расширить масштабы инвестиционного обеспечения программ модернизации ключевых предприятий реального сектора национальной экономики

и повысить инвестиционную привлекательность формируемого фондового пространства Узбекистана.

Однако, помимо знания теории интеграции промышленного и финансового капиталов, а также секретов инвестиционного анализа, необходимо четко представлять преимущества инвестиционного обслуживания банками потребностей крупных предприятий, представлять методику организации эффективной инвестиционной деятельности в качестве институциональных инвесторов, трастовых управляющих или инвестиционных посредников и операторов рынка банковских услуг.

Правильному пониманию возрастающей роли потенциала инвестиционной деятельности банков способствует глубокое изучение экономической сущности инвестиционных процессов, обеспечивающих устойчивость и ликвидность современного крупномасштабного производства, связанного с выпуском и реализацией продукции, а также завоеванием предприятиями необходимой рыночной ниши.

Возникнув в XV-XVI веках, в процессе эволюции различных взглядов учёных на закономерности функционирования хозяйствующих субъектов, экономическая теория прошла сложный путь от обобщения первоначального опыта накопления капитала до исследования современных форм интеграции промышленного, торгового и финансового капиталов. [2.1.60]

Одной из современных экономических теорий, имеющих прямое отношение к организации деятельности банков по обслуживанию финансовых потребностей ВИКС, следует рассматривать «теорию экономики предложений», основная идея которой заключается в том, что необходимо ориентировать экономику не на спрос, а на предложение факторов производства, активизацию и стимулирование хозяйственной деятельности на основе расширения свободы деятельности субъектов предпринимательства и введения низких налогов на предпринимателей.

Другой теорией, способствующей выполнению банками роли надежных инвестиционных посредников и институциональных инвесторов для крупных предприятий, стала «теория рациональных ожиданий». Опираясь на постулаты данной теории, банки не просто фиксируют достигнутые результаты, а творчески перерабатывают всю информацию об их прошлом и настоящем состоянии и на этой

основе прогнозируют их развитие с учетом складывающейся хозяйственной конъюнктуры.

Главными участниками процессов инвестиционного обеспечения банками процессов развития крупных предприятий выступают государство, компании и частные лица, причем каждый из них может участвовать в инвестиционном процессе как на стороне спроса, так и на стороне предложения (рис. 1.2.4). Масштабы и качество



Рис. 1.2.4. Принципиальная схема воздействия на процессы модернизации рынка инвестиционных ресурсов²

инвестиционного обеспечения инновационных потребностей субъектов хозяйствования в значительной мере зависят от наличия макроэкономических и микроэкономических факторов, способствующих притоку внутренних и внешних инвестиций для инновационного обновления предприятий. Нельзя не согласиться с мнением российских ученых Сажиной М.А. и Чибриковой Г.Г. о том, что «в странах с развитой экономикой, где имеется достаточно высокий уровень сбережений физических лиц и накоплений

² Схема разработана автором

юридических лиц, большее влияние на данный процесс оказывают микроэкономические факторы, а в странах с переходной рыночной экономикой, где данные ресурсы для инновационного развития предприятий практически отсутствуют, более важное значение имеют макроэкономические факторы». [2.1.65]

Наряду с обеспечением эмиссионной функции банки способны успешно выполнять роль крупных институциональных инвесторов предприятий за счёт вложения своих свободных ресурсов в их ценные бумаги, а также управления их инвестиционными портфелями в качестве независимых доверительных управляющих. В этом качестве банки способствуют реализации инвестиционного спроса хозяйствующих субъектов, выступая в качестве активных проводников денежно-кредитной политики, направленной на модернизацию национальной экономики, реализацию качественных структурных сдвигов в ее развитии

Расширение масштабов участия банков в наращивании капитала крупных предприятий за счет вложения собственных средств в их уставные капиталы и оказания содействия в размещении их акций, облигаций и других ценных бумаг на открытых рынках капитала позволяет совершенствовать структуру акционерного капитала данной категории субъектов хозяйствования, что имеет немаловажное значение для обеспечения их устойчивого развития

Инвестиционная деятельность банков, связанная с обслуживанием потребностей модернизации предприятий, должна быть направлена не только на расширение масштабов привлечения инвестиций на нужды их инновационного обновления, но и на повышение конкурентоспособности и расширения клиентской базы самих банковских институтов. К этому их подталкивает статус банка как коммерческого учреждения, призванного заниматься извлечением прибыли от своей операционной деятельности на финансовом рынке. Активное участие банков в процессе мобилизации финансовых ресурсов на нужды их инновационного развития позволяет своевременно инвестировать средства в освоение выпуска качественно новых видов продукции, обеспечить при необходимости расширение и техническое перевооружение действующего предприятия, финансировать научные исследования, разработки и их внедрение в производственный процесс.

Реализация эффективной инвестиционной деятельности банков в составе или на договорных условиях с крупными корпоративными структурами предполагает целенаправленное изучение подверженности всевозможным рискам ее различных аспектов, правильность их оценки и в результате умение управлять данными рисками для их диверсификации и, как следствие, уменьшения и минимизации возможных потерь. Глобальный финансово-экономический кризис выявил серьезные недостатки действующей международной банковско-финансовой сферы и показал необходимость кардинального реформирования этой системы, подтвердив отсутствие должного контроля за инвестиционной деятельностью банков. Стремясь увеличить свои доходы от инвестиций, участники международных финансовых рынков многих стран мира не должны забывать о наличии оборотной стороны инвестиционного бизнеса, связанной с возможностью получения убытков от произведенных вложений в инвестиционные проекты крупных предприятий. Несмотря на то, что коммерческие банки являются одними из наиболее успешных инвесторов, разразившийся финансовый кризис вскрыл немало проблем в организации их инвестиционной деятельности, особенно в вопросах оценки эффективности их участия в финансовом обеспечении программ модернизации крупных предприятий реального сектора экономики. В связи с этим важное значение приобретает выявление экономической природы рисков, связанных с участием банков в осуществлении крупных инвестиционных проектов, определение критериев их появления на ранних этапах реализации проектов для оптимального структурирования механизма управления процессами модернизации предприятий.

В заключение данного параграфа следует сделать вывод, что тенденция к активизации инвестиционной деятельности банков по обеспечению потребностей модернизации крупных предприятий имеет солидную теоретическую базу и подтверждается богатой мировой практикой. Соединяясь с национальными природными производственными и трудовыми ресурсами, собственные и привлеченные инвестиционные ресурсы банков способны создавать высокий совокупный эффект от внедрения прогрессивных технологий, современных методов управления и организации производства, более активного вовлечения в хозяйственный оборот

местных, зачастую ранее не использованных богатств. Важно иметь в виду, что банки, выступающие в качестве институциональных инвесторов не только вкладывают свои средства в развитие предприятий, их модернизацию и техническое перевооружение, но и способствуют адаптации хозяйствующих субъектов к цивилизованным рыночным отношениям, помогая повысить эффективность их производственной и финансово-хозяйственной деятельности.

Учитывая данные обстоятельства, органы государственного управления Узбекистана, заинтересованные в вовлечении в орбиту модернизации крупных предприятий, должны приложить максимум усилий для своевременного формирования в республике механизма инвестиционного обеспечения процессов инновационного развития предприятий, способного обеспечить приток отечественных и иностранных инвестиций в реальный сектор национальной экономики для нужд модернизации предприятий и повышения уровня конкурентоспособности отечественных товаропроизводителей.

1.3. Научно-методологические вопросы организации инвестиционного кредитования банками крупных предприятий

Современный этап развития мировой экономики, невиданные темпы инновационного обновления производительных сил, постоянный рост производительности труда и эффективности общественного производства всё больше базируются на достижениях научно-технического прогресса. В свою очередь, научно-технический прогресс питается непрерывным потоком фундаментальных научных идей, приводящих к принципиально новым видам техники, технологии и других продуктов инновационной деятельности. [2.1.21] Однако главным препятствием на пути внедрения новейших инновационных продуктов в серийное производство является высокая капиталоемкость этих процессов и ограниченный круг институциональных инвесторов, способных осуществлять финансирование уникальных инвестиционных проектов. Выходом из создавшегося положения становится активизация инвестиционной деятельности банков за счет использования потенциала долгосрочного инвестиционного кредитования, получившего широкое распространение в странах с развитой экономикой.

В современной экономике кредит имеет огромное значение, т.к. способен не только аккумулировать высвободившийся капитал, но и обслуживать прилив капитала в наиболее конкурентоспособные отрасли и сферы национальной экономики, обеспечивая тем самым нормальный воспроизводственный процесс. Источником ссудного капитала служат, во-первых, высвобождающиеся из кругооборота денежные средства: средства, предназначенные для восстановления основного капитала, т.е. амортизационный фонд; часть оборотного капитала, высвобождаемая в денежной форме в связи с несовпадением времени продажи товаров и покупки сырья, топлива, материалов, а также временно свободный капитал, образующийся в период между поступлением денежных средств от реализации товаров и выплатой заработной платы. Другим источником ссудного капитала выступают денежные доходы и накопления личного сектора. Нужно отметить, что начиная с 50–60 годов прошлого столетия в мировой экономике появилась тенденция усиления привлечения денежных сбережений. Этому способствовали, в первую очередь, такие факторы, как улучшение социально-экономического положения развитых стран мира, а также серьезные изменения в структуре общественного потребления. В качестве третьего источника ссудного капитала выступают денежные накопления государства, размеры которых определяются масштабами государственной собственности, структурой и долей валового национального продукта состоянием золотовалютных запасов и другими обстоятельствами.

В период устранения последствий мирового финансово-экономического кризиса во многих странах мира масштабы использования государственного кредита значительно расширились. Используя его потенциал государство стало выступать в качестве институционального кредитора, оказывая ощутимую помощь тем отраслям, в развитии которых заинтересовано национальное хозяйство в целом. Финансирование жилищного строительства, создание рыночной инфраструктуры, наращивание объемов экспортного производства осуществляется во многих странах на льготных условиях с широким использованием указанного источника финансирования. Причины активного участия государства как кредитора различны, но большинство из них связаны с нежеланием частного капитала развивать отдельные

отрасли или сферы экономики из-за отсутствия или недостатка высокой прибыли, а также потребность в оказании помощи национальным экспортёрам в борьбе с иностранными конкурентами на международном рынке и т.д.

Таким образом, кредит в современной рыночной экономике выполняет две функции: перераспределение части прибыли предприятий или доходов личного сектора и регулирование общественного производства путем рационального размещения ссудных капиталов. Аккамулируя временно свободные денежные средства, возникающие на основе кругооборота промышленного и торгового капитала, денежные накопления личного сектора и государства, банки активно участвуют в их перераспределении путем расширения масштабов инвестиционного кредитования потребностей крупных предприятий, позволяющего им обеспечивать доходы для развития банковского бизнеса.

Под понятием инвестиционного кредитования в зарубежной литературе понимается совокупность методов использования банками собственных и привлеченных средств для реализации необходимых им и их клиентам долгосрочных инвестиционных проектов. Выделение инвестиционного кредитования в системе банковского кредитования в целом обусловлено как специфичностью сущностного содержания инвестиционного кредита, так и особенностями его методологического, организационного, информационно-аналитического, ресурсного и иного обеспечения, связанными с реализацией заемщиком инвестиционных проектов большого масштаба [2.1.25].

Реализуя потенциал инвестиционного кредитования, коммерческие банки содействуют распределению межотраслевого денежного капитала: мобилизуя временно свободные денежные средства, превращают их в функционирующий капитал, производящий прибыль, увеличивая тем самым реальное богатство страны и способствуя осуществлению расширенного воспроизводства в обществе. С другой стороны, потребность в данном виде кредитования обусловлено тем, что коммерческие банки не могут существовать обособленно, вне связи и зависимости от состояния и динамики развития сектора экономики, где создается стоимость и прибыль.

Основу инвестиционного кредитования составляют финансовые инструменты, вкладываемые в объекты реального инвестирования.

связанные с воспроизводством средств производства, материально-вещественных ценностей, а также других инноваций (рис. 1.3.1).

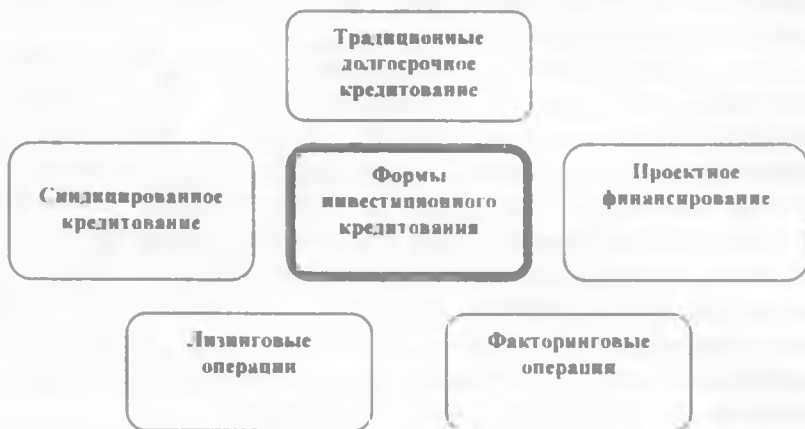


Рис. 1.3.1. Основные формы реализации потенциала инвестиционного кредитования крупных предприятий

В процессе инвестиционного обслуживания потребностей крупных заемщиков инвестиционный кредит выполняет две важные макроэкономические функции. С одной стороны, он позволяет перераспределять часть прибыли предприятий или доходов личного сектора, а с другой стороны, участвует в регулировании производства путем рационального размещения ссудных капиталов.

Преимуществом инвестиционного банковского кредитования перед бюджетным и другими методами финансирования программ развития предприятий является то, что:

- посредством данного механизма перераспределяется значительно больший объем финансовых ресурсов, благодаря более широкой клиентской и ресурсной базе банков;
- возвратный характер инвестиционного кредита создает большую возможность доступа крупным предприятиям к финансовым ресурсам;
- имеет место более высокая оперативность получения кредитных ресурсов для нужд развития данной категории предприятий.

Выбор условий кредитования инвестиционного проекта определяется главным образом чувствительностью его экономических

показателей к изменению процентной ставки, которая может быть фиксированной или изменяющейся в зависимости от периода кредитования. Скользящие ставки рекомендуются обычно при относительно коротких периодах кредитования; фиксированные - при более длительных периодах кредитования субъектов хозяйствования.

Расширение масштабов долгосрочного кредитования крупных предприятий способствует кардинальной модернизации экономики, еще большему ускорению обращения капитала. Эффективность реализации долгосрочных кредитов проявляется для уже действующих и надежных предприятий, в использовании их потенциала для расширения, модернизации производства или для поддержания имеющихся у них мощностей на необходимом уровне. Выделяя таким предприятиям долгосрочные кредиты, банки обычно не требуют повышенной платы за кредит ввиду незначительного для себя риска; кроме того, у них не возникает больших проблем с предоставлением материального обеспечения кредита, поскольку им могут выступать уже имеющиеся у предприятия активы. Составляя ядро кредитных портфелей банков, долгосрочные кредиты обеспечивают финансирование крупных инвестиционных проектов, позволяющих предприятиям обновлять различные стороны их деятельности и повышать уровень конкурентоспособности выпускаемой продукции или качество оказываемых услуг.

Важным преимуществом инвестиционного кредитования по сравнению с акционерным, венчурным и другими альтернативными методами финансирования крупных предприятий для банков служит то, что при нем повышается степень возвратности кредита и появляется возможность осуществлять более эффективный контроль за целевым использованием выделенных средств.

Несмотря на важность всех вышеназванных форм инвестиционного кредитования, долгосрочное кредитование имеет для крупных предприятий фундаментальное значение, т.к. с его помощью реализуются стратегические задачи их функционирования и обеспечиваются их конкурентные преимущества на мировом рынке товаров и услуг. Высокие темпы роста и растущее значение долгосрочного кредитования обусловлены бурным развитием товарно-денежных отношений, глобализацией производства и усилением конкуренции на финансовых рынках

Учитывая значительный удельный вес долгосрочных кредитов в структуре кредитных портфелей зарубежных банков, важное значение приобретает строгое соблюдение базовых принципов формирования и управления ими, обеспечивающих проведение сбалансированной кредитной политики (рис. 1.3.2).

Принцип консервативности базируется на том, что соотношение между высоконадежными и рискованными долями кредитного портфеля поддерживается таким, чтобы возможные потери от рискованной доли с подавляющей вероятностью покрывались доходами от надежных активов. Инвестиционный риск, таким образом, состоит не в потере части основной суммы, а только в получении недостаточно высокого дохода.

Принцип диверсификации означает необходимость диверсификации кредитных вложений коммерческого банка и является основным принципом портфельного кредитования. Идея этого принципа: не вкладывать все кредитные ресурсы в одни виды кредитов или в одну отрасль экономики, какими бы выгодными эти вложения ни казались.



Рис. 1.3.2. Основные принципы управления инвестиционным кредитованием в коммерческих банках.³

Принцип поддержания достаточной ликвидности кредитного портфеля банка: поддерживать долю краткосрочных кредитных

³ Рисунок составлен автором.

ресурсов не ниже уровня, достаточного для проведения неожиданно появляющихся высокодоходных кредитных сделок и удовлетворения внезапно возникающих потребностей клиентов в денежных средствах.

Принципы эффективного риск-менеджмента означает своевременную и качественную раннюю диагностику объективную оценку и эффективное управление рисками долгосрочного кредитования.

Учитывая вышеназванные принципы, в процессе отбора долгосрочных кредитов, влияющих на направленность и устойчивость всего инвестиционного портфеля, менеджеры и персонал кредитных отделов банков обычно руководствуются такими соображениями, как:

- **безопасность** осуществляемых вложений банка (неуязвимость кредитных ресурсов от потрясений на финансовом рынке);
- **стабильность** получения дохода от кредитной деятельности коммерческого банка;
- **ликвидность** кредитных вложений банка, то есть их способность быстро и без потерь превращаться в наличные деньги.

С развитием товарно-денежных отношений, глобализацией производства и усилением конкуренции на финансовых рынках все более важное место в структуре инструментов инвестиционного кредитования потребностей крупных предприятий приобретает такой его вид, как синдицированное кредитование, способное давать импульс кардинальной модернизации экономики и ускорению обращения капитала в реальном секторе экономики.

Суть синдицированного кредита заключается в объединении ресурсов нескольких банков с целью предоставления кредита для реализации крупных инвестиционных проектов, что позволяет аккумулировать необходимый объем денежных ресурсов и распределить риски между всеми участниками сделки. В процессе привлечения синдицированных кредитов зарубежные эксперты выделяют четыре основных фазы: формирование имиджа клиента, выбор банка – организатора, непосредственно процесс синдицирования, подготовку документации и подписание соглашения о предоставлении кредита.

Принципиальный механизм организации консорциального финансирования потребностей развития крупных предприятий показан на рис. 1.3.3.

Преимущества привлечения синдицированных кредитов для крупных предприятий заключаются в том, что:

- объемы привлекаемых финансовых ресурсов гораздо больше объемов традиционных кредитов, выделяемым одним банком;
- привлекаемые таким образом ресурсы являются более «длинными» и «дешевыми» по сравнению с традиционными кредитами;

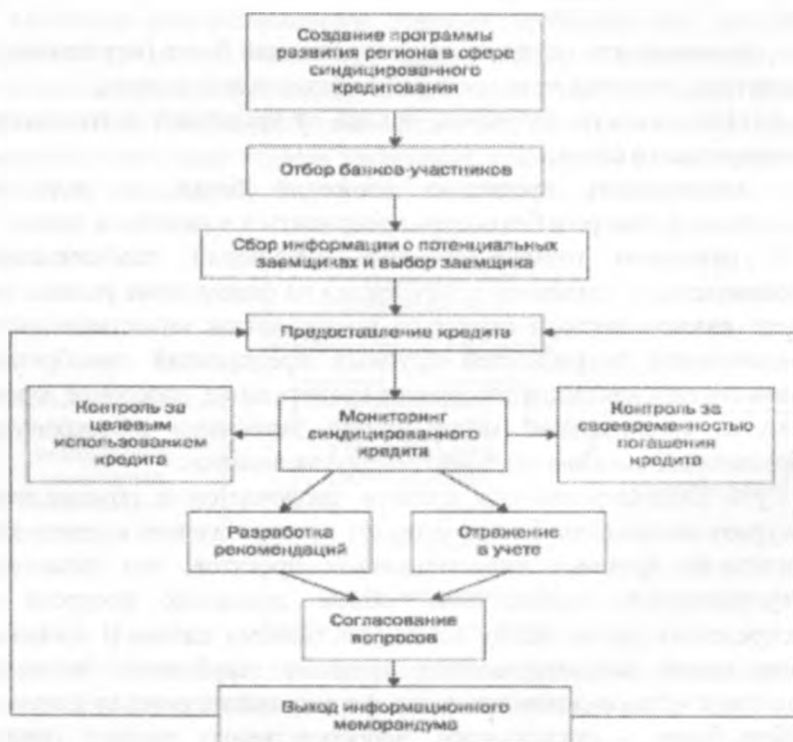


Рис. 1.3.3. Общий алгоритм управления банковским кредитным синдикатом

– срок организации синдицированного кредита оказывается меньшим по сравнению с выпуском корпоративных облигаций, поскольку не требуется соответствующая регистрация проспекта эмиссии;

– заемщик получает возможность создавать себе публичную кредитную историю у большого числа потенциальных кредиторов;

Для коммерческих банков эффективность использования потенциала консорциального финансирования заключается в расширении кредитной экспансии: повышении конкурентоспособности банковских институтов на финансовом рынке; диверсификации кредитных рисков и их минимизации; улучшении качества своих кредитных портфелей.

Участие в программах синдицированного кредитования дает банкам возможность более выгодно оперировать денежными ресурсами привлекая на обслуживание крупных клиентов. При разработке и участии в программах синдицированного кредитования члены сформированного консорциума руководствуются принципами справедливого партнерства и строгого соблюдения интересов участников синдиката.

Успешная реализация инвестиционного проекта в определенной мере зависит от своевременности и качества выбора поставщиков инвестиций в лице международных финансовых организаций, специализированных агентств экспортных кредитов, других коммерческих и государственных банков, инвестиционных страховых компаний, ипотечных или негосударственных пенсионных фондов, лизинговых компаний и других участников инвестиционного процесса, вплоть до частных физических лиц.

Эффективной формой инвестиционного банковского кредитования, выступает проектное финансирование, обладающее некоторыми принципиальными отличиями от традиционного банковского кредитования инвестиционных проектов. Так, в процессе реализации проектного финансирования в качестве финансовых участников реализации инвестиционных проектов могут выступать не только коммерческие банки, но также инвестиционные банки, инвестиционные фонды, компании, пенсионные фонды, лизинговые компании и другие финансовые институты. Другим важным принципиальным отличием проектного финансирования является то, что его полноправным участником

является сама корпоративная структура или входящие в ее состав дочерние подразделения.

В случае, когда источником финансирования инвестиционного проекта выступают собственные средства предприятия, прежде всего амортизационные фонды и нераспределенная прибыль, в зарубежной литературе используется термин «корпоративное проектное финансирование». Если исключительными или преобладающими источниками финансирования инвестиционного проекта предприятия-заемщика являются банковские инвестиционные кредиты, употребляется термин «банковское проектное финансирование».

При традиционном банковском кредитовании инвестиционных проектов обеспечением платежных обязательств заемщика выступает не только (а иногда не столько) качество проекта, но и денежные доходы заемщика от его общей хозяйственной деятельности, а также его активы и разного рода гарантии и поручительства.

Оценивая сильные стороны проектного финансирования с точки зрения интересов коммерческих банков, следует признать наличие повышенного риска, т.к. при «классической» схеме кредитования банк выдает кредит предприятию без права регресса (оборота) на последнего. В случае же проектного финансирования единственным источником вознаграждения банка являются только доходы, получаемые от реализации самого инвестиционного проекта. В обмен на принятие указанного риска коммерческий банк, выступающий инициатором данного вида финансирования предприятий, получает право на премию, выражающуюся в форме повышенного процента за выдаваемые кредитные ресурсы. С точки зрения экономической выгоды, банк рассчитывает не только на сам факт реализации выгодного инвестиционного проекта для крупного предприятия, но и на получение собственного предпринимательского дохода. Естественно, что зарубежные банки берут на себя высокий риск только в том случае, если реализуемый инвестиционный проект обещает очень высокую прибыль. Как показало проведенное автором исследование, такие инвестиционные проекты чаще всего встречаются в энергетике, добыче полезных ископаемых, сфере первичной переработке сырья, телекоммуникаций и т.п. Проектное финансирование имеет дело, в большинстве случаев, с более или менее известными технологиями, а проекты

чаще всего ориентированы на выпуск традиционных товаров и услуг (на первом месте среди них нефть, газ, другие энергоносители, золото, прочие ликвидные сырьевые товары). В проектном финансировании преобладают проектные риски (задержки ввода в действие объекта; превышение сметы по строительству; низкое качество оборудования и строительных работ; повышение цен на сырье и другие элементы издержек производства; квалифицированное управление объектом на стадии эксплуатации и т.п.).

Признавая очевидные преимущества использования потенциала проектного финансирования для заемщиков кредитных средств (особенно ограниченную ответственность перед кредиторами), следует выделить и имеющиеся здесь определенные недостатки. Так, обращает внимание необходимость выплаты банкам со стороны проектной компании повышенного процента по кредиту в связи с высокими рисками, а также повышенного комиссионного процента, включая комиссию за оценку проекта, комиссию за организацию финансирования, комиссию за надзор и т.д. Не стоит забывать и о высоких затратах по предпроектным работам (подготовка технико-экономического обоснования, работы по уточнению запасов полезных ископаемых, оценка воздействия будущего проекта на окружающую среду, углубленные маркетинговые исследования, другие вспомогательные предпроектные работы и исследования), которые несет потенциальный заемщик. Заемщик кредитных ресурсов должен также учитывать достаточно длительный период времени от подачи заявки до принятия решения о финансировании, что связано с тщательной оценкой предпроектной документации банком и большим объемом работ по организации финансирования (создание банковского консорциума и т.д.). В некоторых случаях предприятие-участник проектного финансирования рискует потерей своей независимости (если кредитор оговаривает за собой право приобретения акций компании в случае удачной реализации проекта). Отдельные предприятия отпугивает чрезвычайно жесткий контроль за их финансовой, производственной, коммерческой деятельностью со стороны коммерческого банка или банковского консорциума.

В последнее время большое значение в мировой банковской практике получила еще одна форма инвестиционного кредитования – лизинг. Сам термин «лизинг» произошел от английского глагола

«to lease», что означает «арендовать, сдавать в аренду, брать в аренду»⁴. Сходные понятия имеются и в других языках: во французском - *credit-bail*, в итальянском - *credito-attandamiento*, в немецком - *multivertrag credit*. Однако наряду с национальными терминами во многих странах мира все же используется термин «лизинг».

В прямом смысле лизинг означает процесс долгосрочной аренды машин, оборудования, транспортных средств, сооружений производственного назначения с погашением задолженности в течение нескольких лет. Многие зарубежные исследователи видят в лизинге, в первую очередь, эффективную форму инвестиционного кредитования. Например, один из крупнейших европейских исследователей лизинга, профессор М. Джованьоли, считает, что, несмотря на многообразие встречающихся на практике модификаций лизинга, сама сущность сделки остается во всех случаях инвестиционным кредитом, гарантированным правом собственности.⁵

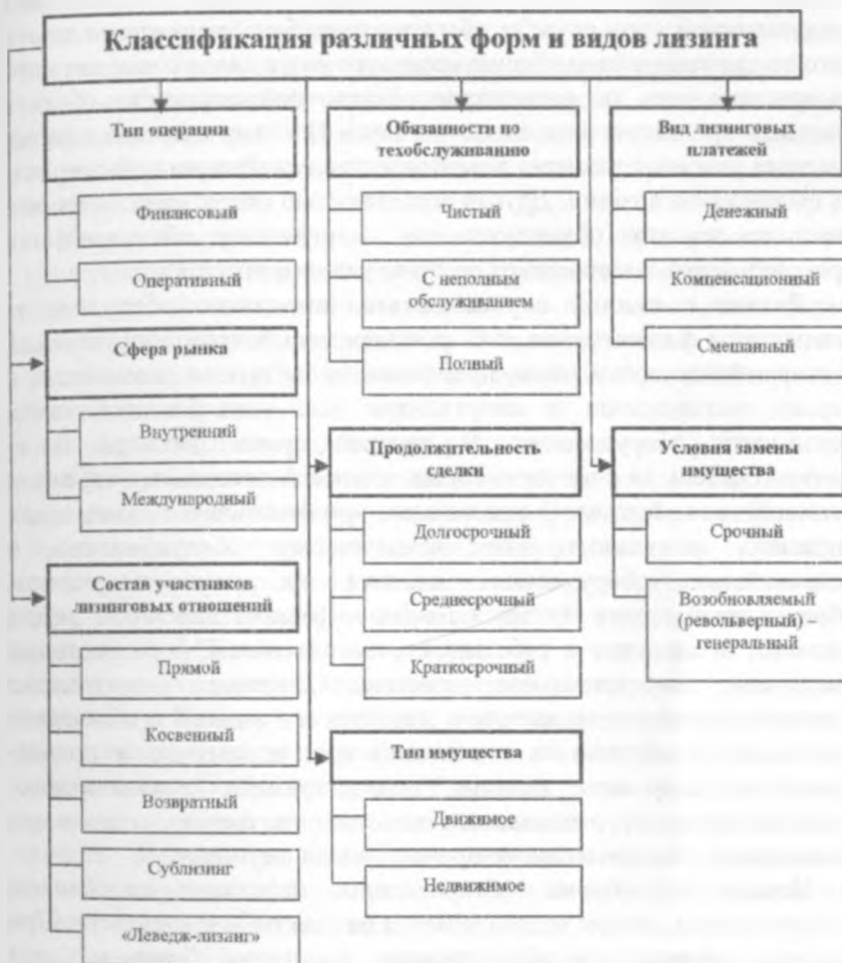
Первые лизинговые сделки, по словам историков, заключались еще до нашей эры в древнем государстве Шумер. Бурное развитие лизинга началось на Западе в 80-х годах XIX века, когда американская компания «Белл» стала сдавать в аренду свои телефонные аппараты, что дало стимул быстрому развитию услуг связи. Спустя полвека Генри Форд использовал аренду для расширения масштабов сбыта производимых им автомобилей. В 50-х годах прошлого века в Соединенных Штатах, а через некоторое время и в странах Западной Европы в лизинг стали активно передаваться основные средства производства, что произвело самую настоящую революцию в арендных отношениях и придало мощное ускорение процессам инновационного развития мировой экономики.

Для правильного понимания большого потенциала лизинга важное значение имеет классификация его форм и видов, которая отражена в табл. 1.3.1.

⁴ Англо-русский словарь по экономике и финансам под ред. проф. А.В. Авискина - Санкт-Петербург, экономическая школа, 1993. С. 281

⁵ M. Giovanoli: *Le credit-bail (leasing) en Europe: developpement and nature juridique*. P., 1980, P. 366-368

Таблица 1.3.1



В мировой практике лизингового обеспечения банками потребностей крупных предприятий существует два основных вида лизинговых операций: лизинг с полной окупаемостью и лизинг с неполной окупаемостью арендуемой техники.

Лизинг с неполной окупаемостью обычно называется оперативным или операционным в случае, когда затраты банка-лизингодателя, связанные с приобретением и содержанием

лизингового оборудования, не окупаются полностью в течение срока лизинга. Так как срок договора лизинга короче, чем нормативный срок службы оборудования, банк вынужден сдавать его во временное пользование несколько раз, в связи с чем для него возрастает риск по возмещению остаточной стоимости объекта лизинга при отсутствии спроса на него. Поэтому при всех прочих равных условиях размеры лизинговых платежей гораздо выше, чем в финансовом лизинге. Другой особенностью оперативного лизинга является то, что обязанности по техническому обслуживанию, ремонту, страхованию лежат на банке как лизингодателе.

Лизинг с полной окупаемостью лизингового оборудования называется **финансовым**, т.к. срок передачи банком оборудования во временное пользование, приближается по продолжительности к сроку эксплуатации и амортизации всей или большей части стоимости оборудования. В течение срока договора банк-лизингодатель за счет лизинговых платежей возвращает себе всю стоимость имущества. В связи с этим при финансовом лизинге, как правило, обязанности по техническому обслуживанию и страхованию оборудования ложатся на лизингополучателя. Финансовый лизинг является наиболее распространенным видом лизинга и содержит в себе множество различных форм, которые получили самостоятельное название. Основное преимущество полного лизинга в сравнении с другими его видами и обычными формами хозяйственных отношений состоит именно в предоставлении широкого спектра сопутствующих высокопрофессиональных услуг, оказываемых пользователю лизингодателем при возможном участии и самого производителя имущества.

Исходя из объема обслуживания передаваемого банком оборудования, лизинг подразделяется на «чистый» и «мокрый». При чистом лизинге все обслуживание имущества берет на себя лизингополучатель, поэтому расходы по обслуживанию включаются в лизинговые платежи. При мокром лизинге предполагается, что банк-лизингодатель берет на себя обязательное техническое обслуживание оборудования, его ремонт, страхование и другие операции. Кроме этих услуг, по желанию лизингополучателя банк может взять на себя обязанности по подготовке квалифицированного персонала, маркетингу и рекламе готовой продукции, поставке сырья и т.п.

В зависимости от сектора рынка, где банки проводятся лизинговые операции, выделяют:

- **внутренний лизинг**, при котором все участники сделки представляют одну страну и находятся под одной юрисдикцией;
- **международный лизинг**, при котором лизингодатель и лизингополучатель находятся в разных странах, а продавец имущества может находиться в одной из этих стран или в другом государстве.

Использование лизинга дает крупным предприятиям ряд существенных преимуществ, поскольку процесс модернизации их основных производственных фондов с помощью этой формы инвестиционного обеспечения на базе современных наукоемких технологии не требует от них изначальных вложений крупных финансовых средств.

В качестве лизингодателя на рынке лизинговых услуг обычно выступают лизинговые компании, которые во многих случаях представляют собой дочерние компании крупных банков. При этом банки контролируют и независимые лизинговые компании, предоставляя им кредиты (как свидетельствует зарубежный опыт, за счет этого источника формируется до 75% ресурсов лизинговых компаний). Предоставляя ресурсы и участвуя в капитале лизинговых компаний, банки косвенно участвуют в лизинговых операциях. Коммерческие банки могут и напрямую участвовать в лизинговых операциях, для этого они образуют в своем составе лизинговые службы. Внедрение банков на рынок лизинговых услуг связано, во-первых, с тем, что лизинг является капиталоемким видом бизнеса, а банки являются основными держателями денежных ресурсов. Во-вторых, лизинговые услуги тесно связаны с банковским кредитованием.

Механизм реализации и взаимоотношения субъектов лизинговой сделки, осуществляемой банком в интересах крупного предприятия, можно охарактеризовать следующим образом. На первом этапе предприятие - лизингополучатель, нуждающееся в определенных видах имущества, подбирает поставщика и в силу отсутствия достаточных средств для приобретения имущества обращается к банку-лизингодателю с просьбой о его участии в сделке. Договором также может быть предусмотрено, что выбор поставщика и приобретаемого имущества осуществляется самим предприятием-

лизингодателем. На втором этапе лизинговой сделки банк-лизингодатель за счет собственных или заемных средств осуществляет закупку данного имущества и, сохраняя право собственности на предмет лизинговой сделки, передает его по договору лизинга предприятию-лизингополучателю. На третьем этапе предприятие-лизингополучатель принимает в пользование приобретенное имущество и в течение срока действия лизинговой сделки выплачивает банку лизинговые платежи в порядке, сроки, форме и на условиях, предусмотренных в лизинговом договоре.

К главному преимуществу лизинга для банков по сравнению с традиционным долгосрочным кредитом относится то, что им не надо стремиться проверять ее обеспечение, а в случае задержки с погашением не надо осуществлять достаточно сложную процедуру реализации залогового имущества. При лизинговых же отношениях банк-лизингодатель передает объект обеспечения (он же объект лизинга) в распоряжение предприятия-лизингополучателя, но при этом сохраняет право собственности на этот объект.

Отмечая важность участия банков в процессах долгосрочного кредитования крупных предприятий, нельзя забывать и о связанной с ними высокой степени рисков, которые могут привести к потере ликвидности, платежеспособности, а в конечном счете — к банкротству банковского учреждения. Учитывая, что основную долю финансовых ресурсов зарубежные банки направляют на выдачу долгосрочных ссуд, а доходы по ним составляют самую крупную составляющую банковской прибыли, особое значение ими придается вопросам повышения профессионального уровня менеджмента и персонала кредитных подразделений. Именно они призваны осуществлять рациональный поиск источников данного вида кредитования, обеспечивать оптимальное их распределение и умелое использование находящихся в их распоряжении долгосрочных кредитных ресурсов с целью обеспечения устойчивой финансовой деятельности, включая обеспечение необходимого уровня ликвидности, надежности и прибыльности банковского бизнеса.

Являясь самым значительным активом банков, приносящим основной доход, долгосрочные кредиты предполагают и наиболее высокий уровень риска для них, т.к. связаны с необходимостью поддержания относительно низкого уровня ликвидности

банковского бизнеса. Наличие данного обстоятельства обусловило резкое возрастание в последние десятилетия внимания к вопросам правильной организации долгосрочного кредитования для финансирования инвестиционных проектов ключевых предприятий реального сектора экономики.

Таким образом можно сделать вывод что лизинговые операции банков становятся наиболее перспективным источником инвестиционного обеспечения потребностей крупных предприятий в техническом обновлении их основных производственных фондов, позволяющем оптимизировать финансовые потоки, повышать эффективность производственного процесса и осваивать выпуск конкурентоспособной продукции.

Правильное использование потенциала инвестиционного кредитования потребностей инновационного развития крупных предприятий позволяет своевременно инвестировать средства в освоение выпуска качественно новых видов продукции, обеспечивать при необходимости расширение и техническое перевооружение действующего предприятия, финансировать научные исследования, разработки и их внедрение в производственный процесс.

1.4. Теоретические основы инвестиционного обеспечения банками процессов модернизации предприятий посредством ценных бумаг

Важнейшей тенденцией развития мировой экономики в последние десятилетия стало значительное наращивание потоков прямых и портфельных инвестиций для нужд модернизации экономик развивающихся стран. В связи с этим целесообразно более детальное изучение теории международных инвестиций, а также макро- и микроэкономических факторов, влияющих на потоки международных инвестиций в эти страны. Так, сторонники неоклассической теории видели причину их возникновения в разнице в ставках процента между странами, дающей стимул для движения капитала. Однако разница в процентных ставках может объяснить только односторонние потоки капитала: из страны с низкой процентной ставкой в страну с высокой процентной ставкой. В реальности же в мировой практике имеют место потоки

капитала в обе стороны между многими парами государств. Учитывая это, современная экономическая теория основными причинами данного явления считает характер проводимой налоговой политики, а также высокий разброс в уровнях операционных издержек, связанных с движением капитала. Если налог на иностранные активы настолько велик, что перекрывает дивиденды, ожидаемые от них, инвестор предпочтет вложить деньги во внутренние активы. Если операционные издержки, возникающие при покупке или продаже иностранного имущества, выше, чем издержки, связанные с владением местным имуществом, следует ожидать сокращения оборота иностранных инвестиций в этих странах.

Ряд теорий международного движения капитала объясняет мобильность капитала наличием существенных различий между внутренними сбережениями и внутренними инвестициями. В центре исследования многих зарубежных учёных в последние годы оказалась теория бегства капитала, согласно которой движущей силой, активизирующей вывоз капитала, является растущая взаимосвязь и взаимодополняемость национальных экономик. [2.1.70]

Состав основных факторов, заставляющих значительную часть прямых и портфельных иностранных инвесторов приобретать акции или облигации крупных предприятий из развивающихся стран, наглядно показан на рис.1.4.1. [2.1.25]

К числу основных макроэкономических факторов, способствующих привлечению иностранных инвестиций посредством ценных бумаг, следует отнести характер проводимой государством внешнеторговой, кредитно-денежной и налоговой политик; темпы роста экспорта и объемов ВВП; наличие политической и экономической стабильности в стране-реципиенте. Приоритетными микроэкономическими факторами, повышающими инвестиционную привлекательность стран-реципиентов, считаются дифференциация товаров, рыночные навыки предпринимателей; соблюдение прав собственности, уровень используемых технологий и качество корпоративного управления; степень экономии на масштабах производства; уровень стандартизации товаров, а также способность предприятий находиться в тесном контакте с конечными

потребителями и возможность располагать дешевыми исходными ресурсами для производства.

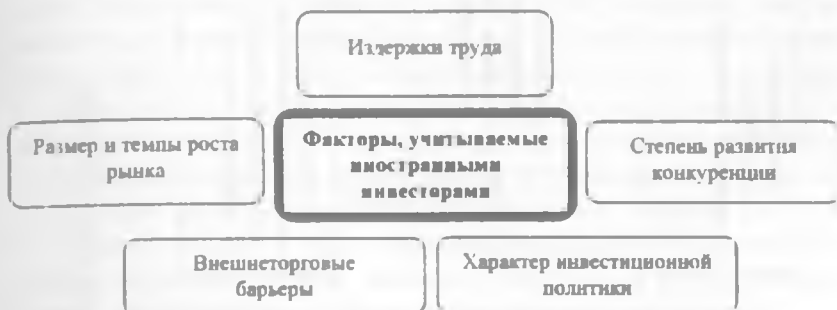


Рис. 1.4.1. Факторы, заставляющие иностранных инвесторов приобретать акции или облигации крупных предприятий

Таким образом, современная экономическая теория не отрицает, а интегрирует и консолидирует в едином механизме «настройки» финансовые инструменты, регулирующие рыночные процессы, с сильной финансовой политикой государства, возрастающей централизацией бюджетных ресурсов, используемых для нужд модернизации ключевых предприятий национальных экономик. Одним из наиболее эффективных инструментов данной «настройки» становятся ценные бумаги, позволяющие не только снижать уровень несбалансированности бюджетов или сокращать кассовые разрывы в процессе их реализации, но и обеспечивать перелив капиталов в наиболее конкурентоспособные отрасли.

Рынок ценных бумаг, являясь важной составной частью современной финансовой системы, уже давно и прочно завоевал роль одного из главных поставщиков инвестиций для инновационного развития крупных предприятий. Вся история его создания и развития убедительно показывает огромную стимулирующую роль ценных бумаг в развитии производительных сил общества и становлении цивилизованных рыночных отношений (рис. 1.4.2).

Главное назначение рынка ценных бумаг заключается в том, что он служит каналом, который аккумулирует свободные финансовые ресурсы юридических лиц и сбережения населения и преобразует их

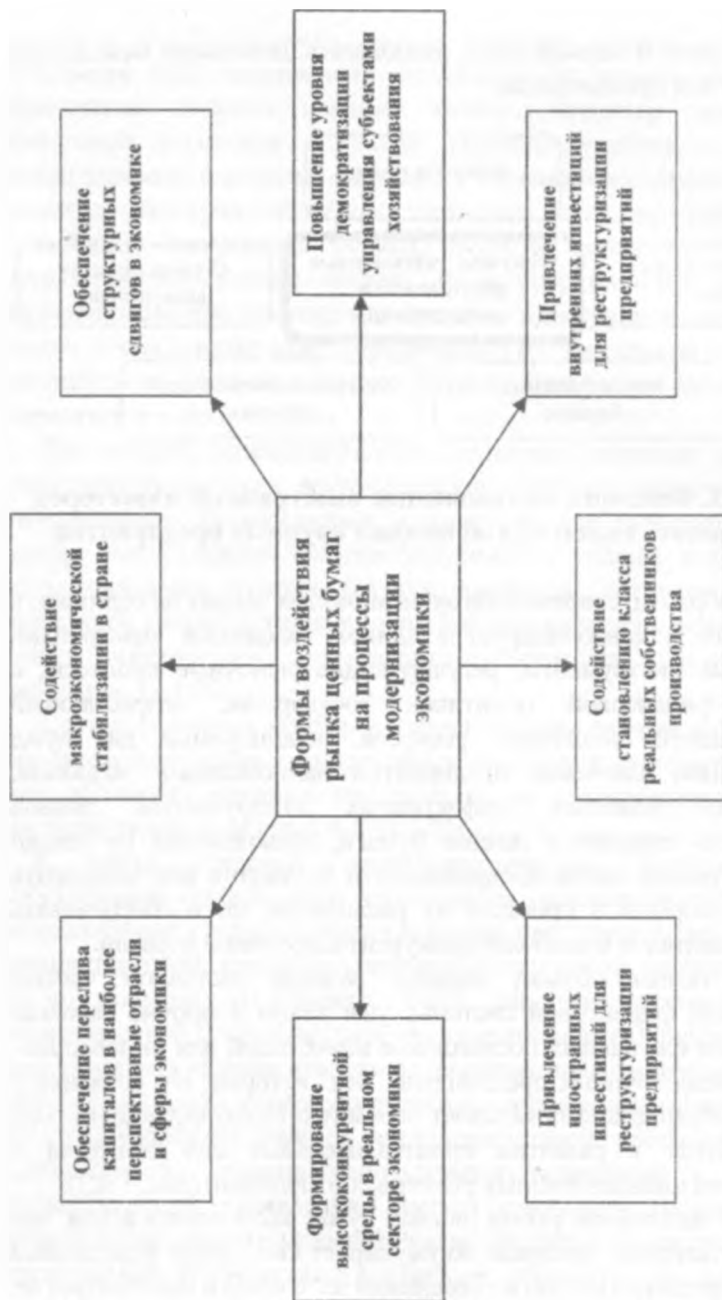


Рис. 1.4.2. Рынок ценных бумаг как механизм обеспечения потребностей модернизации предприятий

в финансовые активы для последующего инвестирования в экономику с целью наращивания производственного потенциала и роста конкурентоспособности предприятий реального сектора экономики. Рынок ценных бумаг, как и любой другой рынок, представляет собой сложную организационно-правовую систему с высоким уровнем целостности и законченности технологических циклов. Его становление, как и других сегментов финансового рынка, происходило в странах с развитой экономикой эволюционно, пройдя сложный и длительный путь. Как видно из рис. 1.4.3, в современной рыночной экономике можно выделить четыре основных сектора – это население, бизнес, государственный сектор и финансовые посредники.

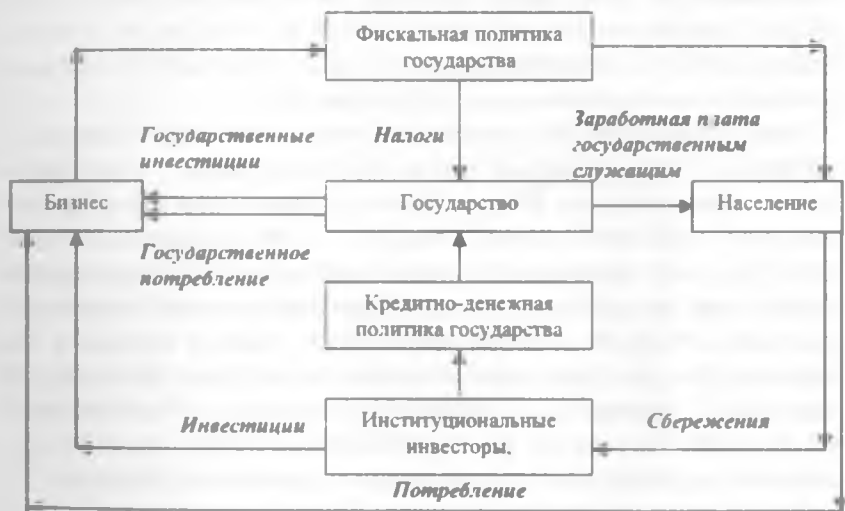


Рис. 1.4.3. Схема взаимодействия основных секторов экономики

Население основную часть своего капитала формирует за счет собственных средств и незначительную – за счет кредитных ресурсов. Именно у населения образуется основной избыток финансовых средств, который размещается в финансовых институтах и может направляться на финансирование бизнеса и удовлетворение потребностей государства. Наибольшую потребность в финансовых средствах испытывает государство, которое является крупнейшим заемщиком на финансовом рынке.

В то же время оно вынуждено оказывать поддержку в виде финансовой помощи либо стратегически важным предприятиям, выполняющим ряд важных экономических функций, либо малому бизнесу, играющему значительную роль в решении социально-политических вопросов.

Посредством фондового рынка осуществляется межотраслевой, международный перелив капиталов. На примере процесса инвестирования общественного капитала видно, что миграция капитала осуществляется в виде перелива его к местам необходимого приложения и оттока капитала из тех отраслей производства, где имеет место его излишек. Механизм этого движения известен: растет спрос на какие-нибудь товары или услуги, соответственно повышаются их цены, растут прибыли от их производства, и в эти отрасли устремляются свободные капиталы, покидая те отрасли производства, на продукцию которых спрос сокращается и которые становятся экономически менее эффективными.

Универсальными инструментами реализации перераспределительной функции фондового рынка выступают акции, облигации и другие корпоративные ценные бумаги. Именно они абсорбируют временно свободный капитал, где бы он ни находился, а через куплю-продажу помогают его «перебросить» в отрасли и сферы, где имеется наибольший спрос на них. В практике рыночной экономики это ведет к тому, что капитал размещается главным образом в тех производствах, которые действительно необходимы обществу. В результате возникает оптимальная структура общественного производства (не только по размещению капитала, но и по его размерам в отдельных отраслях и сферах экономики) и создается бездефицитная экономика. Благодаря фундаментальным свойствам ценных бумаг фондовый рынок заменяет громоздкую, затратную и неэффективную вертикальную систему отраслевого перераспределения финансовых ресурсов, т.к. создает возможности для мобилизации финансовых ресурсов для долгосрочного инвестирования потребностей крупных предприятий. [2.1.29]

Правильному пониманию потенциала ценных бумаг в качестве эффективных инструментов инвестиционного обеспечения крупных предприятий способствует классификация основных видов корпоративных ценных бумаг, приведенная в табл. 1.4.1. С содержательной

Таблица 1.4.1

Классификации основных видов ценных бумаг[†]

<i>По виду имущественных требований</i>	
<i>Долговые</i>	<i>Имущественные</i>
Облигации, векселя, банковские сертификаты	Привилегированные и обыкновенные акции

<i>По способу передачи прав</i>		
<i>Именные</i>	<i>Предъявительские</i>	<i>Ордерные</i>
Именные векселя, закладные ЦБ влучеры	Сберкишжи, чеки, облигации	Коммерческие векселя

<i>По степени овещения</i>	
<i>Материальные</i>	<i>Нематериальные</i>
Документарные ценные бумаги	Бездокументарные ценные бумаги

точки зрения представляет интерес показанная на рис. 1.4.4 классификация различных трактовок ценных бумаг, раскрывающая их большой экономический потенциал в части обеспечения потребностей развития крупных предприятий. Так, для самих предприятий представляет интерес реализация потенциала выпускаемых ими ценных бумаг как выгодного инструмента мобилизации финансовых ресурсов и капитализации бизнеса (акции и облигации), эффективного средства взаиморасчетов (векселя), залогового средства для получения кредита (закладные ценные бумаги, ипотечные сертификаты), средства повышения имиджа предприятия (рост котировок акций). Для инвесторов, вкладывающих свои свободные ресурсы в развитие предприятий – эмитентов, важное прикладное значение имеют трактовки ценных бумаг как эффективных средств накопления (облигации), источников извлечения дохода (акция, инвестиционный пай), инструментов хеджирования рисков (опционы, фьючерсы) и т.д.

[†] Таблица разработана автором

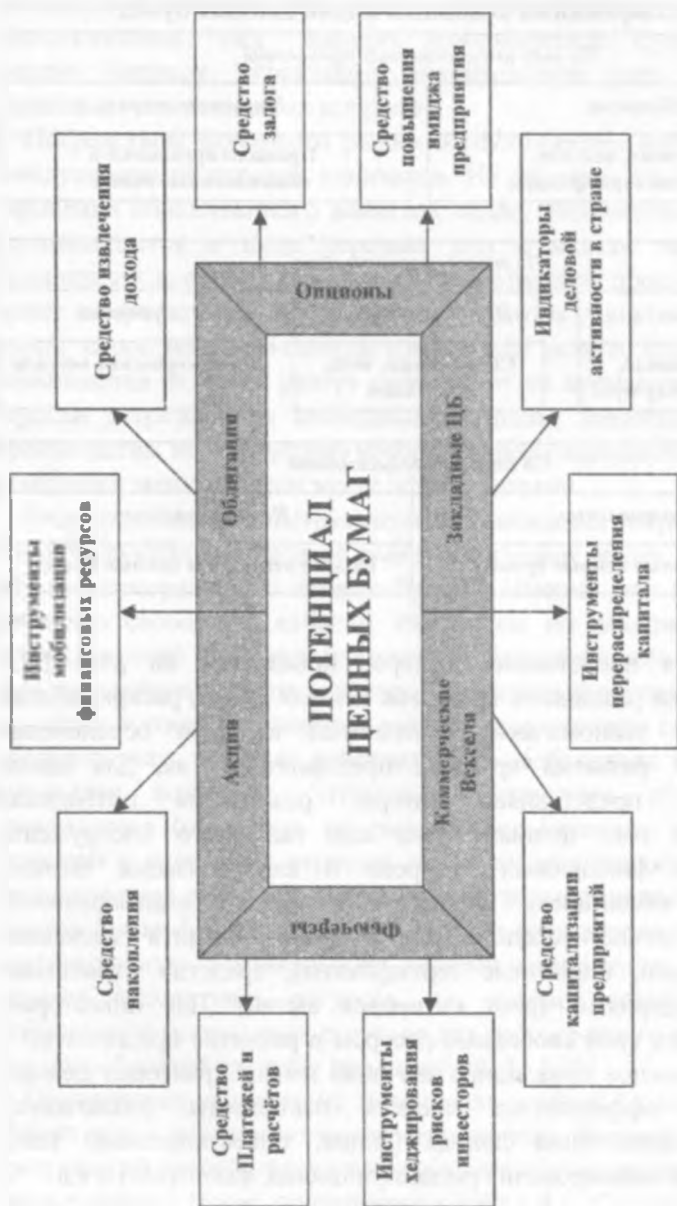


Рис. 1.4.4 Структура потенциала ценных бумаг в качестве инструментов финансирования потребностей модернизации предприятий

Главное преимущество долевого и долгового ценных бумаг заключается в том, что с их помощью можно привлечь с открытого рынка значительные объемы свободных финансовых ресурсов юридических и физических лиц, обеспечив органичное перераспределение капитала в наиболее конкурентоспособные предприятия или отрасли реального сектора экономики. Кроме того, расширение масштабов использования инструментов акционерного и долгового финансирования способствует развитию конкуренции между источниками финансирования, что позитивно отражается на повышении эффективности общественного производства в целом.

Как видно из рис. 1.4.5, ценные бумаги сопровождают практически все стадии становления и развития современного предприятия, начиная от создания, кончая его реорганизацией или ликвидацией. Однако если малые предприятия в процессе создания и первоначального роста бизнеса могут обойтись собственными источниками финансирования или искать инвесторов из числа друзей и родственников, то крупные предприятия обойтись без них

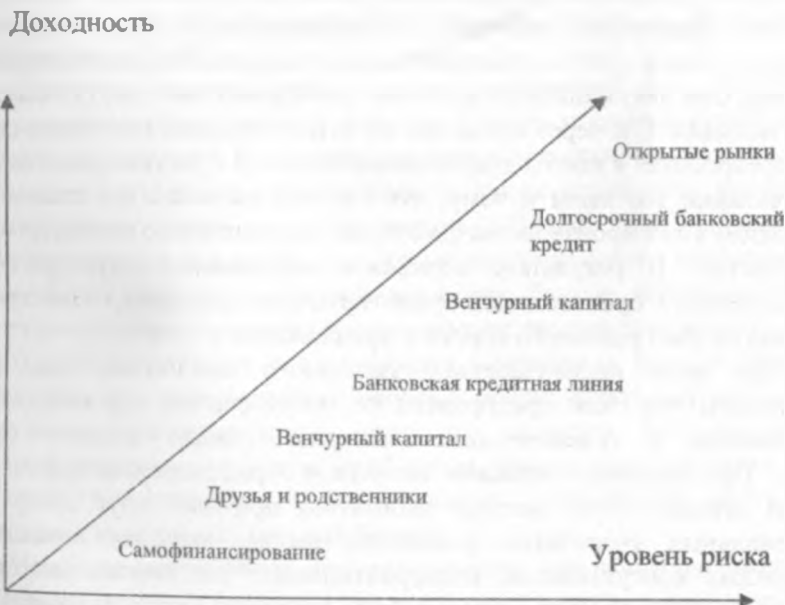


Рис. 1.4.5. Приоритетность источников финансирования потребностей современного предприятия

практически не могут. Несмотря на то, что на определенном этапе развития крупным предприятиям удастся найти банковские источники финансирования, долговые ценные бумаги позволяют им привлекать ресурсы на более выгодных условиях. В случае выхода предприятия на стадию быстрого роста, у него также возникает потребность в акционерном капитале, который предлагается либо венчурными капиталистами, либо институциональными инвесторами. И наконец, на стадии вступления компании в фазу устойчивого роста предприятие начинает испытывать потребность в привлечении крупных объемов инвестиционных ресурсов за счет выпуска долевых или долговых ценных бумаг.

Механизм реализации потенциала ценных бумаг выглядит следующим образом: по мере того как растет спрос на какие-либо товары (услуги), соответственно растут их цены, растут прибыли крупных предприятий от их производства, в эти отрасли устремляются свободные капиталы, покидая те отрасли производства, на продукцию которых спрос сокращается и которые становятся экономически менее эффективными. Ценные бумаги являются средством, обеспечивающим эффективную работу этого сугубо рыночного перераспределительного механизма. Они аккумулируют временно свободный капитал, где бы он ни находился, и через процессы их купли-продажи помогают его «перебросить» в необходимом направлении. В практике рыночной экономики это ведет к тому, что капитал размещается главным образом в тех производствах, которые действительно необходимы обществу. В результате возникает оптимальная структура общественного производства, ориентирующая субъекты хозяйствования на учет реального спроса и предложения.

При всех преимуществах указанного механизма следует признать, что сами предприятия не могут решить все вопросы, связанные с обеспечением жизненного цикла ценных бумаг. Так, многими вопросами выпуска и обращения эмитируемых ими ценных бумаг должен заниматься широкий круг профессиональных участников фондового рынка, включая инвестиционных консультантов, андеррайтинговые синдикаты, депозитарные организации, брокерские конторы, инвестиционные фонды, трастовые компании, клирингово-расчетные компании, трансфер-агенты, имидж-мейкеры и т.д. Однако наиболее круп-

ными институциональными инвесторами и опытными инвестиционными посредниками, обслуживающими потребности крупных предприятий, выступают коммерческие и инвестиционные банки.

Учитывая сильные стороны ценных бумаг как эффективных инструментов финансирования потребностей развития общественного производства, современные коммерческие банки постоянно расширяют спектр и масштабы операций с ними, позволяющих удовлетворять различные аспекты инвестиционного обеспечения крупных предприятий.

До середины 60-х годов XIX века отношение ко многим видам ценных бумаг со стороны коммерческих банков было крайне осторожным, ибо они воспринимались как инструменты высокого уровня риска. Но уже в начале XX века взгляды на их потенциал изменилось, т.к. бурный рост предприятий акционерной формы собственности способствовал значительному расширению масштабов использования инструментов акционерного финансирования и превращению их в эффективные инструменты распределения и перераспределения капиталов в рыночной экономике. [2.1.38]

С другой стороны, использование потенциала ценных бумаг позволяют банкам укреплять свою ресурсную и клиентскую базы, диверсифицировать свою операционную деятельность, повышать ликвидность банковского бизнеса, а также страховать уровень принимаемых ими на себя рисков. Однако, для успешного задействования огромного социально-экономического потенциала фондовой индустрии, от коммерческих банков потребовалось хорошее знание структуры и механизма ее функционирования.

Одной из главных составляющих потенциала ценных бумаг для коммерческих банков, способных обеспечивать потребности крупных корпоративных структур, является их предрасположенность привлекать свободные финансовые средства на нужды их инновационного развития посредством выпуска долевых и долговых ценных бумаг.

Важным источником финансирования потребностей модернизации крупных предприятий выступают методы акционерного финансирования, основные виды которых показаны на рис.1.4.6. К числу наиболее распространенных областей использования

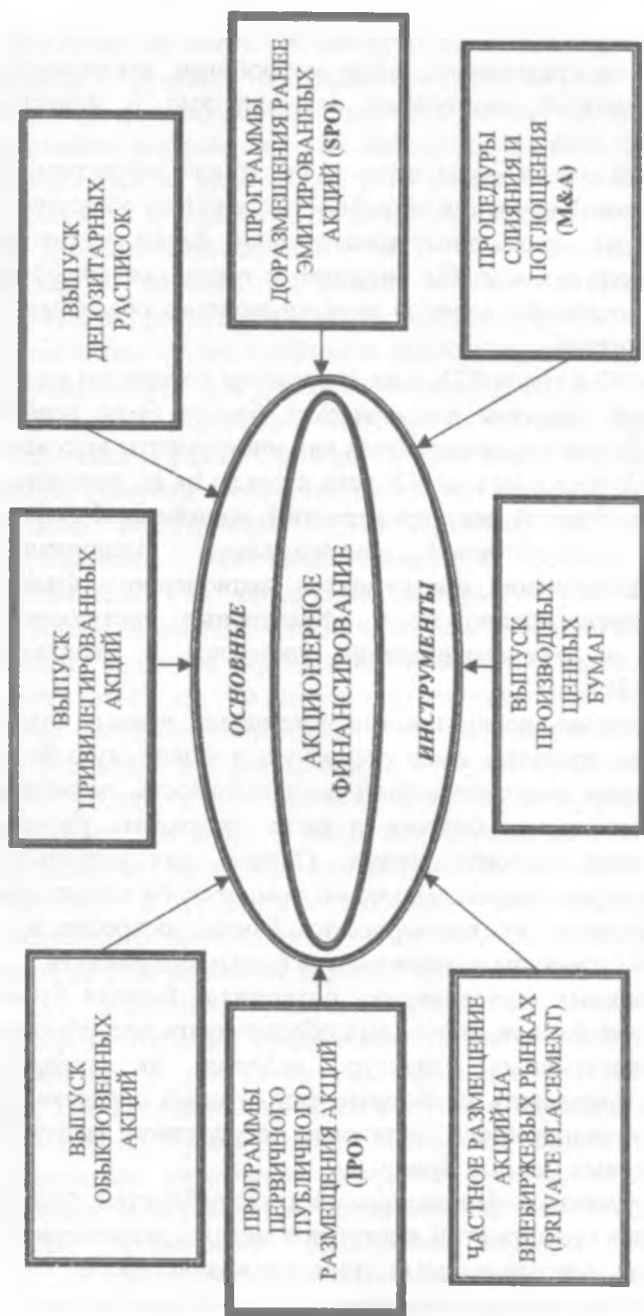


Рис. 1.4.6. Основные методы акционерного финансирования потребностей крупных предприятий⁷

⁷ Рисунок составлен автором.

акций в процессе обслуживания банками потребностей крупных предприятий следует отнести участие в качестве их учредителей, наиболее крупных институциональных инвесторов, а также управляющих компаний, осуществляющих управление их активами. Кроме этого, банки могут приобретать инвестиционные паи в уставных фондах создаваемых при них совместных предприятий или обществ с ограниченной ответственностью, участвовать в выводе акций на зарубежные биржевые площадки, выпуске АДР или ГДР на их ценные бумаги, а также в процедурах слияния или поглощения их дочерних подразделений. [2.1.1] Наиболее эффективным способом участия банков в привлечении иностранных инвестиций с помощью инструментов акционерного финансирования зарекомендовали себя программы публичного размещения акций на открытых рынках капитала, получившие название «IPO».

На рис. 1.4.7 показаны возможные формы участия банков в процессах подготовки и проведения программ публичного размещения акций крупных корпораций на зарубежных рынках капитала.

В процессе реализации программ IPO компания может привлекать акционерное финансирование, используя такие основные формы, как частное и публичное размещение. Частное размещение предполагает, что выпущенные акции будут ограничены 2 годами, то есть не смогут продаваться неквалифицированным (частным, средним и мелким) инвесторам в течение этого периода. При публичном размещении компании-эмитенты способны выпускать неограниченные особыми требованиями акции, свободно торгующиеся на открытом рынке ценных бумаг.

Однако, наряду с преимуществами, участие банков в привлечении для крупных предприятий капитала с внешнего рынка инвестиций связано с рядом существенных проблем, т.к. проведение программы IPO требует больших затрат и высокой профессиональной подготовки банковского персонала. Достаточно отметить, что при малых объемах размещения акций затраты составляют 150–400 тыс. долл., при больших эмиссиях - до 1 млн. долл., за исключением выплат комиссионных процентов андеррайтерам в объеме 6–10% от привлеченных в результате IPO средств. Кроме того, не следует забывать, что время, необходимое для подготовки



Рис 1.4.7. Услуги банков в процессе подготовки и реализации программ IPO⁸

размещения акций первичного публичного размещения, может занимать от нескольких месяцев до нескольких лет.

Эффективным инструментом акционерного финансирования программ развития крупных предприятий в последние десятилетия зарекомендовали себя американские депозитарные расписки (АДР), номинированные только в долларах и ориентированные, в первую очередь, на американских инвесторов. АДР выпускаются американским банком-депозитарием, имеют номинал в долларах США и разрешены к обращению только на американском рынке. Выпуск и обращение АДР регулируются Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC), которая предъявляет жесткие требования к эмитенту и банку-депозитарию по документации для

⁸ Рисунок разработан автором

регистрации АДР, раскрытию информации об иностранном эмитенте акций, отчетности и аудиту.

В зависимости от участия эмитента акций, в процедуре выпуска АДР, различают спонсируемые и неспонсируемые АДР. Неспонсируемые АДР не требуют согласия или участия эмитента акций и могут быть выпущены банком-депозитарием только на акции, уже находящиеся в обращении. Инициаторами выпуска неспонсируемых АДР выступают держатели крупных пакетов акций или сам банк-депозитарий, ожидающий спрос на такие расписки со стороны инвесторов.

Интерес к депозитарным распискам со стороны эмитентов вызван тем, что с их использованием появляется возможность преодолеть ограничения внутреннего рынка акций и увеличить капитализацию компании одновременно с возможностью формирования благоприятной рыночной истории и завоевания более высокого кредитного рейтинга. Так, например, анализ ценных бумаг ряда российских энергетических компаний, котирующихся в США посредством АДР, показывает, что по таким показателям, как отношение цены акций к продажам и отношение цены акций к балансовой стоимости, оценка этих компаний в три раза превышает оценку акций РАО «ЕЭС», не имеющих АДР-программ⁹.

Как видно из рис. 1.4.8, только за период с 2001 по 2004 года цены АДР на акции российской компании «Вымпелком» выросли в 6 раз, «МТС» - в 4 раза, «Ростелекома» и «Тюменской нефтяной компании» - почти в 3 раза, в то время как значение индекса развивающихся стран MSCI EM за этот период выросло только на 42,8%, а значение индекса Nasdaq Composite практически не изменилось¹⁰.

Помимо АДР, коммерческие банки используют и другой инструмент акционерного финансирования, получивший название Европейские депозитарные расписки (ЕДР). Данный вид ценных бумаг позволяет эмитентам из числа крупных предприятий из разных стран мира осуществлять функции, аналогичные АДР, но только на рынках капитала Европы.

⁹ М. Журнал Эксперт, №16 (371) 2008
¹⁰ <http://www.msci.com/equity>

Наряду с программами IPO, выпуском АДР или ГДР, зарубежные коммерческие банки в процессе инвестиционного обеспечения



Рис. 1.4.8. Динамика цен на АДР российских эмитентов на рынке акций США¹¹

крупных предприятий широко используют потенциал методов слияния и поглощения, получивших в мировой практике название процедур «M&A». [3.1.33]

Одним из самых главных мотивов для слияний и поглощений является рост. Компании, стремящиеся к расширению, стоят перед выбором между внутренним ростом и ростом через слияния и поглощения. Внутренний рост может быть медленным и неопределенным. Рост через слияния и поглощения может быть гораздо более быстрым процессом, хотя он приносит с собой и немалые трудности. Компании могут расти внутри своей отрасли или могут расширяться, проникая в другие сферы бизнеса.

Однако, несмотря на различные причины обращения к процедурам M&A, главным источником роста стоимости участвующих в них компаний является эффект синергии, достигаемый за счет способности к созданию стоимости более высокой, чем самостоя-

¹¹ <http://quotes.nasdaq.com>

тельная стоимость поглощенного предприятия, за счет более эффективного использования активов обеих компаний. [2.1.17]

Создание дополнительной стоимости компании как результат синергетического эффекта складывается из операционной и финансовой синергии. Операционная синергия – это дополнительная стоимость от слияния ресурсов и зависит она от вида слияния. В самом общем виде расчет производится суммированием экономий на масштабе (эффекта, получаемого за счет объединения управленческого персонала, функциональных служб и т.п.) и таких эффектов масштаба, как перекрестные продажи, доступ к новым рынкам, трансфер технологий, расширение географии присутствия с новыми возможностями (увеличение рыночной мощи, операционные и финансовые возможности). Доход от увеличения эффективности работы в большинстве случаев достигается за счет операционной экономии, которая выражается в устранении дублирования функций, объединения таких видов деятельности, как маркетинг, учет, снабжение, сокращение затрат на сбыт.

К главному преимуществу процедур M&A по сравнению с программами IPO относится более короткая продолжительность сроков их подготовки, так как здесь не требуется осуществление перехода систем отчетности на международные стандарты, который составляет 2–3 года. Кроме того, в случае покупки компании, которая уже котируется на бирже, срок выхода на биржу сокращается до 3–4 месяцев. Для M&A не требуется участие андеррайтера, в связи с чем появляется явная экономия средств, в частности на его услугах, стоимость которых при проведении IPO в среднем составляет 6-10% от объема размещения¹. В отличие от IPO процедуры M&A не подвержены зависимости от рыночных настроений инвесторов и общие затраты на их проведение во много раз дешевле программ IPO. При проведении обратного поглощения не требуется раскрытия информации, что является достаточно весомым фактором для многих предприятий из стран СНГ.

Финансирование реорганизации компаний может проводиться как в форме наличных денег, так и путем оплаты сделки ценными бумагами. Принятие решения об использовании того или иного средства оплаты сделки для достижения максимальной эффек-

¹ По оценкам компании «Финансы и Кредит», компании Martex Group и др. предоставляющих услуги по организации обратных поглощений.

тивности реорганизации зависит от комплекса внешнеэкономических и внутрифирменных факторов, которые определяют значение способа оплаты для данной сделки. Значение этих форм изменяется вместе с изменениями, происходящими на рынке. Котировка акций фирмы-поглотителя на рынке ценных бумаг, нынешнее и прогнозируемое соотношение ее заемных и собственных средств, запасы наличности, налоговая ситуация - все эти факторы играют важнейшую роль в выборе формы платежа. В отдельных случаях при решении вопроса о выборе формы платежа за ценные бумаги другой компании принимается во внимание налоговое положение поглощаемой фирмы [3.13]. Отмечая преимущества данной формы реорганизации бизнеса, нельзя забывать, что Однако выход на рынок слияний и поглощений сопровождается определенными рисками для компаний, поглощающих другие компании, получившие название «Шелл-компаний» (компаний-оболочек). В частности, последние не всегда бывают прозрачными, например, их владельцы могут иметь «спрятанные» акции, о которых они не сообщают покупателям. Затем эти «спрятанные» акции постепенно продаются по заниженным ценам, что может привести к снижению цены на акции новой компании. Кроме того, «Шелл-компания» может иметь судебные разбирательства в прошлом или они могут возникнуть в будущем. В силу указанных обстоятельств процедуры M&A могут иногда иметь негативный репутационный эффект, т.к. потенциальные инвесторы могут опасаться покупать акции компаний, прошедших через данную процедуру. Учитывая указанные риски, многие зарубежные компании, приступающие к данным процедурам, пользуются услугами инвестиционных банков, которые занимаются данным видом инвестиционного бизнеса на профессиональной основе.

Помимо инструментов акционерного финансирования, зарубежные банки широко привлекают потенциал инструментов рынка долговых ценных бумаг, которые используются зарубежными банками для расширения ресурсной базы крупных корпоративных предприятий (рис. 1.4.9). При этом основные владельцы крупных зарубежных предприятий, расширяя свою ресурсную базу посредством эмиссии долговых ценных бумаг, не боятся потерять контроль над своими предприятиями, а инвесторы имеют



Рис. 1.4.9. Классификация долговых ценных бумаг, используемых банками для финансирования потребностей предприятий

возможность снизить риски своих вложений, что имеет существенное значение в условиях устранения последствий мирового финансово-экономического кризиса.

Масштабы выпуска и качество долговых ценных бумаг, используемых банками для инновационного развития данной категории предприятий, оказывают существенное воздействие на масштабы финансирования модернизации различных сторон их деятельности; от их динамики зависит финансовая устойчивость и конкурентоспособность субъектов хозяйствования.

Перспективным направлением участия банковских институтов в модернизации деятельности крупных предприятий может выступать их работа в качестве инвестиционных институтов, оказывающих эффективное содействие в реализации широкого спектра услуг, связанных с расширением масштабов их инвестиционной деятельности, включая услуги по обслуживанию различных стадий

жизненного цикла выпускаемых ими ценных бумаг. Как показало проведенное исследование, наиболее востребованными в посткризисный период становятся услуги по формированию и управлению портфелями ценных бумаг как самих крупных предприятий, так и входящих в их структуру дочерних компаний. Содержание управления портфелем ценных бумаг крупных предприятий в зарубежных банках включает в себя планирование, анализ и регулирование состава инвестиционного портфеля, деятельность по его поддержанию с целью достижения поставленных перед портфелем целей при сохранении необходимого уровня его ликвидности и минимизации связанных с ним расходов. [2.1.32]

Выступая в роли профессиональных участников финансового рынка, банки оказывают широкую гамму услуг, связанных с обслуживанием жизненного цикла ценных бумаг крупных предприятий (рис. 1.4.10). Представляя широкий спектр услуг по обслуживанию жизненного цикла долевых или долговых ценных бумаг, выпускаемых или приобретаемых крупными предприятиями, зарубежные банки не только расширяют свою клиентскую ресурсную базу, но и повышают свой имидж среди участников финансового рынка, а также инвестиционную привлекательность фондовых рынков своих стран.

Активизация участия банков в осуществлении функций инвестиционных посредников выражается в оказании крупным предприятиям андеррайтинговых услуг по размещению и реализации выпускаемых ими акций или облигаций, депозитарном хранении и обслуживании их ценных бумаг, оказании консалтинговых, брокерских и трансферт-агентских услуг, а также выполнении функции финансовых центров, занимающихся комплексным управлением активами и пассивами крупных предприятий. [3.19]

В результате расширения спектра выпускаемых ценных бумаг и масштабов инвестиционных операций по обслуживанию потребностей крупных предприятий банки имеют возможность не только укреплять их ресурсную базу, но и способствовать повышению уровня ликвидности их основной деятельности.

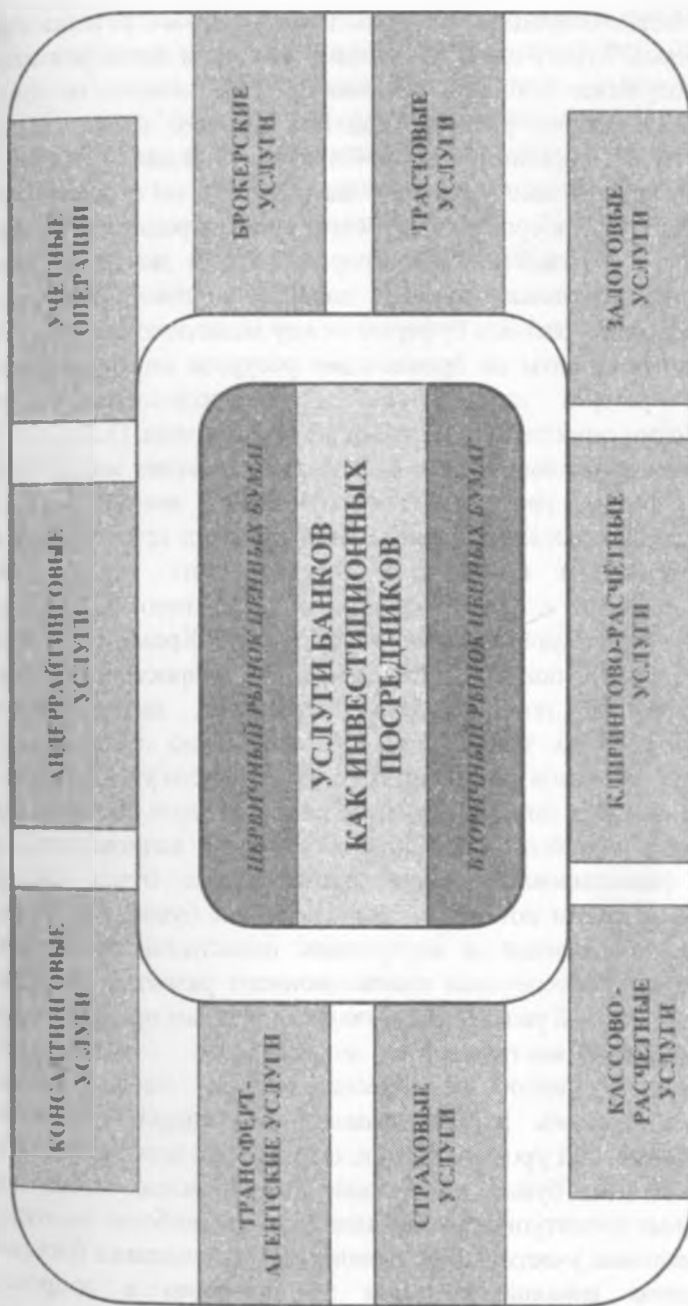


Рис. 1.4.10. Услуги, оказываемые банками крупным предприятиям на рынке ценных бумаг

Главной целью операционной деятельности банков с различными видами ценных бумаг, принадлежащими крупным предприятиям, является получение удовлетворительного, стабильного, не подверженного кредитному риску дохода. Как известно, инвестиционные ценные бумаги приносят банкам более высокий доход, чем ценные бумаги, включаемые в резервы ликвидности, но существенно более низкий доход в сравнении со ссудными операциями банков. Впрочем, банки остаются удовлетворены этими доходами, т.к. ценные инвестиционные бумаги диверсифицируют портфель банковских активов, являясь буфером между низкодоходными, едва покрывающими затраты на привлечение ресурсов инструментами вторичного резерва ликвидности, и высокодоходными, но подверженными серьезным кредитным рискам ссудами. [3.23]

Учитывая, что ценные бумаги отличаются большим многообразием и высоким уровнем диверсификации, менеджерам и специалистам финансовых подразделений крупных предприятий и банков Узбекистана необходимо хорошо знать особенности обращения с ними и преимущества по сравнению с другими источниками финансирования их потребностей. Кроме того, они должны научиться понимать инвестиционные пристрастия различных категорий потенциальных инвесторов, иметь четкое представление об их требованиях к обеспечению прозрачности деятельности эмитентов и стандартах корпоративного управления.

Представленное в данном параграфе теоретическое обоснование экономической природы, преимуществ и рисков акционерного и долгового финансирования посредством ценных бумаг свидетельствует о высоком потенциале рынка ценных бумаг в качестве поставщика иностранных и внутренних инвестиций на нужды инвестиционного обеспечения инновационного развития крупных предприятий. Данный рынок предоставляет крупным предприятиям широкий спектр инструментов акционерного и долгового финансирования, способных обеспечить их необходимыми объемами внутренних и иностранных инвестиций. Учитывая сложность и высокий уровень рисков, связанных с использованием потенциала ценных бумаг, зарубежные коммерческие банки, как самые крупные институциональные инвесторы и наиболее опытные профессиональные участники фондового рынка, накопили богатый опыт оказания помощи крупным предприятиям в вопросах

применения ценных бумаг для финансирования потребностей их инновационного развития. Однако для его творческого использования в условиях Узбекистана руководителям и менеджерам банков необходимо глубже изучить зарубежную практику и тенденции в использовании инструментов акционерного и долгового финансирования для расширения масштабов и повышения качества инвестиционного обеспечения программ модернизации крупных предприятий реального сектора национальной экономики.

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ЗАРУБЕЖНОГО ОПЫТА УЧАСТИЯ БАНКОВ В ИНВЕСТИЦИОННОМ ОБЕСПЕЧЕНИИ ВЫСОКО ИНТЕГРИРОВАННЫХ КОРПОРАТИВНЫХ СТРУКТУР

2.1. Возрастание роли банков в инвестиционном обеспечении высоко интегрированных корпоративных структур

Характерной особенностью развития мировой финансовой системы в условиях устранения последствий мирового финансово-экономического кризиса стало то, что во многих странах мира одновременно с институциональным укреплением механизма интеграции промышленного и финансового капиталов активизировались процессы кардинального реформирования банковских систем, направленные на расширение масштабов их участия в развитии реальных секторов национальных экономик. В связи с этим во всём мире стала все более отчетливо проявляться тенденция к универсализации деятельности коммерческих банков за счет участия в модернизации ключевых предприятий, составляющих стержень национальных экономик.

Как показывает анализ мирового опыта, современная экономическая политика, направленная на достижение устойчивого экономического роста, невозможна без создания институциональных основ для становления высоко интегрированных корпоративных структур (далее по тексту – ВИКС), формирование которых обусловлено необходимостью проведения широко-масштабных научных и маркетинговых исследований, более полного использования имеющегося технологического потенциала, расширения масштабов производственной кооперации, а также стремлением их участников противостоять резким колебаниям деловой конъюнктуры на различных сегментах мирового хозяйства.

Успешно функционирующие на международном уровне ВИКС представляют собой универсальные многоотраслевые комплексы, включающие в себя промышленные, строительные и торговые предприятия, научные центры, крупные банки, торговые фирмы, страховые, инвестиционные и другие компании.

Рис. 2.1.1 наглядно показывает большое многообразие форм интеграции потенциала промышленного и финансового капитала.

открывающего дополнительные возможности для мобилизации ресурсов с целью реализации высоко доходных инвестиционных проектов участников ВИКС. Большинство из них обеспечивает своим участникам и партнерам гарантированный доступ к финансово-кредитным и материально-техническим ресурсам, а также наиболее надежное и прибыльное размещение капитала.



Рис. 2.1.1. Классификация различных видов высоко интегрированных корпоративных структур¹³

Интеграция банковского, промышленного и торгового капиталов позволяет зарубежным компаниям осваивать выпуск новейших видов продукции, ускорять оборачиваемость финансовых ресурсов, сокращать издержки за счет развития внутри ВИКС оптимальных схем взаимозачетов и платежей, рационализировать структуры совокупного капитала, увеличивать доли ресурсов в денежной форме и мобильность перераспределения, открывая возможности для проведения крупных сделок и мультивалютных операций, а также эффективного размещения интегрированных активов.

Первые ВИКС стали формироваться в мировой экономике с середины XIX века в процессе усиливающейся интеграции промышленного и финансового капитала путем организации

¹³ Рисунок составлен автором

тесного взаимодействия финансовых, промышленных и торговых предприятий. В настоящее время под ними понимается совокупность юридических лиц, действующих как основные и дочерние общества, либо полностью, либо частично объединивших свои материальные и нематериальные активы в целях технологической или экономической интеграции для реализации крупных инновационных программ или инвестиционных проектов, обеспечивающих их учредителям повышение конкурентоспособности и расширение рынков сбыта товаров и услуг, повышение эффективности производства [2.1.7].

В порядке, установленном законодательством той или иной страны о налогообложении субъектов хозяйствования, а также на основании договора о создании ВИКС, ее участники могут быть признаны консолидированной группой налогоплательщиков, а также могут вести сводные (консолидированные) учет, отчетность и баланс создаваемой корпоративной бизнес-структуры.

Как показывают результаты проведенного исследования, наиболее эффективными мерами государственной поддержки деятельности ВИКС, являются:

- предоставление их участникам права самостоятельно определять сроки амортизации оборудования и накопления амортизационных отчислений с направлением полученных средств на нужды своего развития;

- передача в доверительное управление центральной компании ВИКС временно закрепленных за государством пакетов акций участников этих бизнес - структур;

- предоставление государственных гарантий под привлекаемые долгосрочные инвестиций для нужд инновационного развития ВИКС или их членов;

- предоставление инвестиционных кредитов и иной финансовой поддержки для реализации крупных инновационных проектов ВИКС.

Сегодня в мире накоплен большой опыт создания и развития ВИКС, отработано много подходов к их формированию в виде самых разнообразных организационных форм, позволяющих получить дополнительные конкурентные преимущества от соединения потенциала промышленного и финансового капиталов.

В их рамках происходит объединение промышленных предприятий с финансовыми учреждениями на основе установления между ними отношений экономической и финансовой взаимозависимости, разделения труда и его координации в целях осуществления совместной коммерческой деятельности. [2.1.23]

Исходя из специфики национальных экономик все многообразие действующих в мире ВИКС можно классифицировать по различным критериям, перечень которых показан на рис. 2.1.2



Рис. 2.1.2. Основные и вспомогательные признаки классификации ВИКС

По способу создания все ныне функционирующие в мировой практике ВИКС можно условно поделить на:

- сформированные по решению официальных органов власти (федеральных, республиканских, региональных, муниципальных органов управления) или на основе межправительственных соглашений);

- сформированные в инициативном порядке самими субъектами хозяйствования (в результате договорного процесса на добровольной основе или на основе рыночных методов консолидации пакетов акций).

На практике указанные выше формы организации ВИКС редко реализуются в чистом виде, так как зачастую в каждой из созданных групп бывают использованы комбинации из нескольких вариантов. В последние годы в большинстве регионов мира ВИКС создаются преимущественно на основе договора по инициативе участников посредством рыночной консолидации их активов.

В зависимости от категории организации - инициатора создания ВИКС, вокруг которого выстраивается вся высоко интегрированная бизнес-структура, функционирующие в мировой практике высоко интегрированные корпоративные предприятия можно условно поделить на:

- финансовые,
- промышленные,
- торговые.

Центральное место в структуре финансовой ВИКС занимает крупная финансовая организация, включая коммерческий банк, страховую компанию или инвестиционный фонд. Её стремление к сотрудничеству с промышленными и торговыми предприятиями вызвано желанием диверсифицировать свою деятельность, завоевать новую рыночную нишу, приобрести новую клиентуру или снизить риски проводимой ими инвестиционной деятельности. Организации данного типа отличаются широким разнообразием входящих в них предприятий, которые могут быть совершенно не связаны друг с другом ни по линии производственной кооперации, ни по линии других хозяйственных интересов.

Важное место в структуре промышленной ВИКС занимают промышленные корпоративные бизнес-структуры, основной целью которых является необходимость обеспечения соответствующего уровня производственно-технического развития входящих в них предприятий, научно-исследовательских и проектных организаций, имеющих общие интересы в плане технологического взаимодействия по созданию качественно новых продуктов, освоению новых технологий или оказанию услуг.

Торговые ВИКС преследуют цели эффективной реализации продукции, в создании которой принимают участие лучшие товаропроизводители и крупные финансовые институты.

В последние годы в мировой практике появились банковские промышленно-финансовые группы или финансовые альянсы, отличительной чертой которых является наличие крупного банковского института или финансовой организации, преследующие определенные коммерческие цели или стремящиеся к диверсификации своей основной деятельности.

Исходя из **организационно-хозяйственных форм** реализации потенциала ВИКС в мировой практике выделяют холдинговые компании, крупные финансово-промышленные группы, концерны, синдикаты, финансовые альянсы или транснациональные корпорации.

Исходя из **форм производственной интеграции** все ВИКС делятся на: вертикальные, горизонтальные и конгломераты. Вертикальные ВИКС – это корпоративные объединения, в которых предприятия-участники выпускают один вид изделия, участвуя в его производстве на разных стадиях производственного цикла. Горизонтальные ВИКС – это объединения, в которых предприятия-участники осуществляют производство на одних и тех же стадиях или производят одну и ту же продукцию. Вместе с тем стоит заметить, что такой тип интеграции производства наиболее жестко контролируется антимонопольными органами большинства стран мира.

С учётом **масштабов деятельности**, всю совокупность ВИКС можно условно разделить на региональные, межрегиональные, национальные, межгосударственные и транснациональные. Тенденция к формированию ВИКС регионального масштаба в рамках одной страны активно поддерживается органами исполнительной власти во многих развивающихся странах и рассматривается ими, с одной стороны, как способ укрепления позиций регионов в отношениях с центром, а с другой – как эффективное средство решения проблем социально-экономического развития регионов. Во многих развивающихся странах мира в последние годы их формирование связывают с крупными программами, модернизации национальных экономик обеспечивающими структурную перестройку технологически взаимосвязанных предприятий с учетом приоритетных задач сохранения занятости населения и решения экологических проблем.

Отличительной особенностью транснациональных ВИКС выступает наличие среди их участников юридических лиц, находящихся под юрисдикцией различных государств. В случае создания транснациональной корпоративной бизнес-структуры на основе межправительственного соглашения ей присваивается статус межгосударственной финансово-промышленной группы. Для участников данной группы ВИКС устанавливается национальный режим функционирования на основе межправительственных соглашений и условиях взаимовыгодности.

Стратегия развития большинства ВИКС направлена, как правило, на расширение или диверсификацию осуществляемой его участниками финансово-хозяйственной деятельности, повышение конкурентоспособности выпускаемой продукции или завоевания новых сегментов рынка. С точки зрения организационного устройства, они гораздо маневреннее и конкурентоспособнее по сравнению с другими организационно – правовыми формами хозяйствования, т.к. обладают более высоким уровнем капитализации, оперативнее реагируют на изменения конъюнктуры рынка. Высокий уровень интеграции позволяет им быстрее осваивать новые виды конкурентоспособной продукции или услуг, доводя их до потребителя с наименьшими издержками, что недоступно большинству предприятий других форм хозяйствования (унитарные государственные предприятия, приватизированные акционерные компании, ООО, предприятия малого бизнеса).

Наглядным примером интеграции промышленного и финансового капитала может служить опыт Южной Кореи, где при активном содействии государства в середине прошлого века были созданы знаменитые «чеболи» (аналог современных финансово-промышленных групп), обеспечившие этой стране прорыв во многих сферах наукоемких технологий. [2.1.38]

Потребность стран с переходной рыночной экономикой в создании высоко интегрированных корпоративных предприятий объясняется, прежде всего, их стремлением поддерживать конкурентоспособность реальных секторов национальной экономики, а также обеспечивать достойное место этих стран в международном общественном разделении труда. Кроме этого, данная категория предприятий способна повышать инвестиционную привлекательность формирующихся в этих странах рынков ценных

бумаг и обеспечивать приток внутренних и иностранных инвестиций на нужды модернизации их экономик. И, наконец, третьим фактором роста актуальности ВИКС для стран с транзитивной экономикой выступает их способность обеспечивать, благодаря росту спроса на выпускаемые ими ценные бумаги, оперативное перераспределение денежных средств в соответствии с условиями, складывающимися на различных сегментах их национальных финансовых рынков. [2.1.68]

Таким образом, можно сделать вывод, что за счет диверсификации своей деятельности и наличия в структуре разных по своему статусу и потенциалу участников, ВИКС удастся более эффективно осуществлять перераспределение финансовых ресурсов, что позитивно отражается не только на их финансовом положении, но и на состоянии отдельных отраслей, целых регионов, а иногда и всей национальной экономики. Помимо этого, высоко интегрированные бизнес- структуры предоставляют своим учредителям, ассоциированным членам и клиентам широкий спектр дополнительных преимуществ, включая:

- возможность более оперативного перераспределения кредитных ресурсов и перелива временно свободных денежных средств в регионы или отрасли с благоприятной экономической конъюнктурой в целях удовлетворения потребностей обслуживаемой клиентуры, поддержания надлежащего уровня ликвидности и извлечения дополнительной прибыли;

- возможность взимания более низкого по сравнению со средней рыночной ставкой процента за кредит и предложения более высокой ставки по депозитам за счет устойчивого и диверсифицированного портфеля кредитов, а также широкого круга выполняемых операций и оказываемых услуг, т.е. надежного источника дополнительных доходов;

- возможность для участников ВИКС, объединенных единой технологической цепочкой, но расположенных в различных регионах, пользоваться услугами входящих в их структуру банков, что ведет к повышению качества их финансового обслуживания;

- возможность для входящих в их состав банков участвовать в проведении с минимальными издержками операций, связанных с небанковской деятельностью, осуществляемых через специализированные дочерние предприятия ВИКС;

– возможность перспективного планирования своей деятельности за счет использования результатов исследования конъюнктуры товарных, валютного, кредитного и финансового рынков и прогнозирования основных показателей их развития в стране и за рубежом, осуществляемых специализированными подразделениями ВИКС.

Главной особенностью высоко интегрированных корпоративных структур выступает наличие у них широкой сети дочерних предприятий, осуществляющих производство товаров и услуг далеко за пределами нахождения головной компании.

Результаты проведенного исследования свидетельствуют, что процесс создания ВИКС стимулирует постоянно усиливающаяся конкуренция на товарных и финансовых рынках, с которой субъекты хозяйствования сталкиваются на мировых рынках. Именно она заставляет ВИКС эффективно осуществлять воспроизводство и обращение финансового, производственного и товарного капитала, направляя его на реализацию крупных инновационных проектов в базовых отраслях экономики. В рамках ВИКС происходит объединение потенциалов промышленных предприятий и финансовых институтов на основе установления между ними взаимовыгодных экономических и финансовых отношений рационального разделения труда и его умелой координации в целях осуществления продуктивной совместной хозяйственной деятельности

С объективной точки зрения, их созданию способствует усиливающийся во всем мире процесс возрастания роли региональных экономик. Учитывая, что многие регионы мира не имеют собственной развитой инвестиционно-финансовой структуры, крупные ВИКС выступают несущими конструкциями развития национальных экономик, а также финансовыми мостами с другими отраслями и регионами той или иной страны.

ВИКС и их линейные подразделения способны принимать активное участие в реализации крупных муниципальных подрядов, сложных региональных или межрегиональных программ инновационного развития, экспозитивных инвестиционных проектов. Помимо этого они могут выступать в качестве профессиональных финансовых консультантов или агентов местных, региональных и федеральных органов управления на фондовом, валютном,

страховом рынках, участвуя во многих других направлениях экономического и социального развития территорий.

В развивающихся странах ВИКС создаются, прежде всего, для удовлетворения растущих потребностей развития базовых отраслей национальных экономик с целью их интеграции в мировую хозяйственную систему, обеспечивая иностранным инвесторам более качественное финансовое обслуживание при минимальных рисках потери активов. Они, как правило, имеют высокий уровень капитализации, владеют серьезной производственной базой и заинтересованы в использовании преимуществ интеграции финансового и промышленного капиталов для своего дальнейшего развития.

Благодаря своей адаптивности и высокому уровню капитализации интегрированные корпоративные бизнес-структуры предрасположены к организации уникальных предприятий по производству товаров и оказанию услуг за пределами своего основного места расположения, т.к. они обладают преимуществами по сравнению с другими товаропроизводителями в этой зарубежной стране, полученными путем интеграции промышленного и финансового капитала;

Кроме того, за счет интернализации производства им выгоднее использовать накопленные конкурентные преимущества на местах дислокации своих дочерних подразделений в других странах мира, чем реализовывать их там через экспорт товаров другим фирмам.

Увеличение вложений в дочерние компании, скупка за границей уже существующих предприятий позволяет им диверсифицировать производство, поддерживать филиалы в конкурентной борьбе за освоение местного рынка и в целом повышать свою международную конкурентоспособность.

Одной из причин быстрого роста ВИКС выступает их способность окольным путем проникать на рынки третьих стран, установивших высокие тарифные или нетарифные ограничения на продукцию той или иной международной корпорации. Например, Израиль и Южная Корея ввели запрет на импорт автомобилей из Японии. Однако такой запрет не распространяется на ввоз автомобилей, производимых в филиалах японских фирм, функционирующих в США. В результате они обеспечивают своим участникам и партнерам гарантированный доступ к финансово-кредитным и материально-техническим ресурсам, а также наиболее

надежное и прибыльное размещение мобилизуемого капитала (Таблица 2.1.1).

Таблица 2.1.1

Сравнительный анализ концентрации общественного производства в ряде стран мира

Критерии	Страны			
	Германия	США	Япония	Россия
Количество эмитентов, акции которых обращаются на фондовом рынке (единиц)	630	6000	3000	300
Капитализация фондового рынка (трлн. \$)	1,2	10,0	2,2	Около 0,2
Число компаний в списке 200 крупнейших в мире (единиц)	12	96	28	1 (РАО «Газпром»)

Анализ зарубежного опыта, проведенный в ходе данного исследования, позволяет выделить ряд важных тенденций, влияющих на рост масштабов и изменение характера использования потенциала ВИКС, которые обусловлены существенными сдвигами в институциональном устройстве мировых финансовых рынков после мирового финансового кризиса.

К числу основных из них специалисты в области инвестиционного менеджмента относят:

- 1) усиление процессов концентрации и увеличения мощи финансовых учреждений, подтверждением чего стала волна слияний среди крупнейших банков и компаний по ценным бумагам;
- 2) усиление тенденции к универсализации деятельности коммерческих банков в результате снятия запретов на создание коммерческими банками собственных дочерних компаний по торговле ценными бумагами и страховыми услугами;
- 3) появление у банков возможности с помощью Интернета привлекать сотни тысяч новых мелких и средних инвесторов вследствие снижения уровня принимаемых ими на себя рисков;

4) создание дополнительных стимулов во многих странах мира для банков, принимающих активное участие в реструктуризации стратегически важных предприятий базовых отраслей экономики;

5) усиление контроля за прозрачностью финансовой деятельности эмитентов, выпускающих ценные бумаги, а также инвестиционных посредников, действующих на рынках капитала;

6) повышение конкуренции за обладание свободными финансовыми ресурсами юридических или физических лиц со стороны других институциональных инвесторов, включая страховые компании, пенсионные фонды и институты коллективного инвестирования;

7) усиление тенденции к интеграции промышленного и финансового капитала, которая в посткризисный период становится обязательным условием выживания субъектов хозяйствования и обеспечения конкурентоспособности выпускаемой продукции или оказываемых услуг.

Учитывая многоуровневую иерархическую структуру управления, а также многофункциональный характер деятельности ВИКС, своевременная и качественная финансовая поддержка со стороны банков выступает одним из жизненно важных условий устойчивого становления и развития высоко интегрированных бизнес-структур. Наиболее перспективным направлением ее реализации в последние годы становится их участие в создании и функционировании ВИКС, способных выдерживать конкуренцию на мировых рынках и вносить весомый вклад в развитие национальных экономик за счет более высокого уровня капитализации, широкой диверсификации своего основного бизнеса и обеспечения высокой конкурентоспособности выпускаемой ими продукции или оказываемых ими услуг.

На масштабы участия зарубежных банков в финансировании программ обновления ВИКС серьезное влияние оказывает уровень адаптированности банковского законодательства к условиям реального финансового инвестирования. В таких странах, как Великобритания и Италия закон запрещает формировать банку скрытые резервы, возникающие за счет роста курсовой стоимости ценных бумаг, находящихся в портфеле банка. В этих странах банки в своих балансах обязательно должны показывать стоимость своих активов с учетом их переоценки. В других странах, например, Японии, США, ввиду того, что активы отражаются в балансах по

покупной или номинальной стоимости, скрытые резервы могут достигать значительных размеров, что, безусловно, толкает банк на наращивание подобных инвестиций. В большинстве стран банковское законодательство устанавливает определенные требования к качеству ценных бумаг ключевых предприятий, которые находятся в инвестиционных портфелях банков. Эти требования обычно касаются ликвидности ценных бумаг, а также того, что ценные бумаги, формирующие портфель банка, должны либо свободно обращаться на рынке, либо приниматься Центральным банком в виде залога при получении кредита.

Наглядным примером успешной интеграции промышленного и финансового капитала может служить опыт послевоенной Южной Кореи, где при активном содействии государства в середине прошлого века были созданы знаменитые «чеболи», финансовыми центрами которых выступили коммерческие банки. Успешная деятельность данных структур позволила этой стране осуществить прорыв во многих сферах современного бизнеса, занять достойное место в международном разделении труда, освоить качественно новые наукоёмкие технологии и освоить выпуск уникальной продукции, снискавшей мировой авторитет этому небольшому азиатскому государству.

В заключение данного параграфа следует подчеркнуть, что сложившиеся формы интеграции финансового и промышленного капиталов в форме ВИКС образуют важнейший элемент современного хозяйственного механизма зарубежных стран и мирового хозяйства в целом. В настоящее время в мире накоплен большой опыт создания и развития ВИКС, отработано много подходов к их формированию в виде самых разнообразных организационных форм, позволяющих банкам получить дополнительные конкурентные преимущества от соединения потенциалов промышленного и финансового капиталов. В их рамках происходит объединение промышленных предприятий с финансовыми учреждениями на основе установления между ними отношений экономической и финансовой взаимозависимости, более эффективного разделения труда и его умелой координации в целях обеспечения более качественной хозяйственной деятельности и получения конкурентных преимуществ.

В период устранения негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса на всех уровнях государственного и корпоративного управления появилось осознание стратегической важности высоко интегрированных корпоративных структур, без которых ни одной стране невозможно занять достойное место в мировом общественном разделении труда. Растущие масштабы и усиливающаяся сложность процессов интеграции промышленного и финансового капитала выдвигают на первый план инвестиционную составляющую деятельности ВИКС, а также поиск эффективных финансовых инструментов, позволяющих реализовать уникальные программы развития их бизнеса.

В качестве одного из наиболее активных участников инвестиционных процессов, связанных с инновационным развитием ВИКС, в посткризисный период все чаще рассматриваются коммерческие и инвестиционные банки, способные обеспечить необходимые объемы и требуемое качество их инвестиционного обеспечения.

Принимая во внимание указанный потенциал ВИКС, создание широкой сети высоко интегрированных корпоративных предприятий на территории Республики Узбекистан следует рассматривать неотъемлемым условием устойчивого развития национальной экономики и повышения конкурентоспособности отечественных товаропроизводителей. Учитывая большие страновые различия в масштабах и принципах инвестиционного обеспечения банками многофункциональной деятельности ВИКС, а также высокий уровень рисков, которые они принимают на себя, выступая в качестве институциональных инвесторов или инвестиционных институтов, для органов государственного управления, коммерческих банков и самих стратегически важных предприятий Узбекистана представляет интерес зарубежный опыт работы банковских институтов по инвестиционному обеспечению потребностей развития ВИКС, который представлен в следующих параграфах данной главы монографии.

2.2. Зарубежный опыт использования потенциала инвестиционного кредитования для развития ВИКС

Одними из наиболее распространенных методов инвестиционного обеспечения высоко интегрированных корпоративных

предприятий в современной рыночной экономике долгое время были бюджетные и традиционные кредитные методы банковского финансирования их инновационных потребностей. Бюджетный метод финансирования предполагал, что основным источником этих ресурсов является государственный бюджет, а при кредитном методе финансирования упор делался на привлечение долгосрочных собственных и привлеченных средств банковских учреждений. В последние годы спектр указанных методов финансирования пополнился методами акционерного и долгового финансирования ВИКС посредством ценных бумаг, в основе которого лежит использование потенциала долевых и долговых ценных бумаг для привлечения свободных инвестиционных ресурсов юридических и физических лиц с открытого рынка.

Учитывая возросшие масштабы инновационного обновления ВИКС и резко сократившиеся в посткризисный период возможности их бюджетного финансирования, центральное место в деятельности зарубежных банков по инвестиционному обеспечению указанных бизнес-структур в последние годы стали занимать методы инвестиционного кредитования.

Под понятием банковского инвестиционного кредитования автором предлагается понимать всю совокупность методов использования собственных и привлеченных средств банка, которые он может направить в распоряжение ВИКС для реализации необходимых им долгосрочных инвестиционных проектов.

Преимуществом инвестиционного банковского кредитования перед бюджетным и другими методами финансирования программ развития ВИКС является то, что:

- посредством данного механизма перераспределяется значительно больший объем финансовых ресурсов благодаря более широкой клиентской и ресурсной базе банков;
- возвратный характер инвестиционного кредита создает большую возможность доступа ВИКС к финансовым ресурсам;
- имеет место более высокая оперативность получения кредитных ресурсов для нужд развития ВИКС;
- значительно расширяется круг целей, на которые может быть получен тот или иной инвестиционный кредит;

– повышается степень возвратности кредита и появляется более эффективный контроль за его использованием, что стимулирует предприятия к более эффективному использованию финансовых ресурсов.

Однако обязательным условием реализации кредитного метода финансирования инвестиционных проектов ВИКС выступает наличие эффективного финансового рынка, становление и развитие которого обеспечивает:

– возможность практического осуществления эффективного перемещения финансовых средств между субъектами хозяйствования;

– предоставление потребителям свободы выбора между различными объектами помещения временно свободных денежных средств, а также равных прав всем, кто предъявляет спрос на финансовые ресурсы;

– создание посреднической инфраструктуры для освоения новых, все более разнообразных видов кредитных операций; [2.1.61]

Реализуя потенциал инвестиционного кредитования, зарубежные коммерческие банки содействуют распределению межотраслевого денежного капитала: мобилизуя временно свободные денежные средства своих клиентов, превращают их в функционирующий капитал, производящий прибыль, увеличивая тем самым реальное богатство страны и способствуя осуществлению расширенного воспроизводства в обществе.

Долгосрочное кредитование является одним из основных механизмов инвестиционного обеспечения зарубежными банками программ модернизации ВИКС. Составляя ядро кредитных портфелей зарубежных банков, такие виды долгосрочного кредитования, как синдицированное кредитование, проектное финансирование, лизинг и другие обеспечивают финансирование их крупных инвестиционных проектов, позволяющих обновлять различные стороны их деятельности и повышать уровень конкурентоспособности выпускаемой ими продукции или качества оказываемых услуг.

На развитых финансовых рынках крупные долгосрочные кредиты для ВИКС в структуре кредитных портфелей коммерческих банков представляет собой самостоятельный продукт, реализация которого целиком или долями выполняет важные функции, удовлетворяя

потребность субъектов хозяйствования реального сектора экономики в недостающих финансовых ресурсах для их инновационного развития.

Портфели зарубежных коммерческих банков, состоящие из долгосрочных кредитов для реализации инвестиционных проектов заемщиков, связанных с развитием различных отраслей реального сектора экономики, позволяют коммерческим банкам извлекать инвестиционные преимущества за счет умелого использования отраслевой конъюнктуры, а также складывающегося на финансовом рынке реального уровня спроса и предложения на те или иные товары, услуги или виды технической продукции.

Правильный учет специфических особенностей и направленности долгосрочных кредитных ресурсов в региональном разрезе позволяет зарубежным банкам извлекать пользу за счет умелого управления портфелями, сформированными из кредитов, предназначенных для заемщиков, находящихся в разных регионах. При этом в зависимости от региональной принадлежности заемщиков, инвестиционные проекты которых в них включены, можно выделить: кредитные портфели заемщиков из определенных стран, различных регионов одной страны или различных территорий одного региона.

Основная проблема при формировании взвешенной политики в области инвестиционного кредитования потребностей ВИКС состоит в правильном определении пропорции между кредитами для инвестиционных проектов, обладающих различными свойствами. При этом основными принципами формирования и управления кредитными портфелями зарубежных банков являются: принцип консервативности, принцип диверсификации и принцип достаточной ликвидности.

Принцип консервативности базируется на том, что соотношение между высоконадежными и рискованными долями кредитного портфеля поддерживается таким, чтобы возможные потери от рискованной доли с подавляющей вероятностью покрывались доходами банков от надежных активов. Инвестиционный риск банка, таким образом, состоит не в потере части основной суммы, а только в получении недостаточно высокого уровня дохода.

Принцип диверсификации означает необходимость диверсификации кредитных вложений коммерческого банка и является

основным принципом портфельного кредитования. Идея этого принципа заключается в том, чтобы не вкладывать все кредитные ресурсы в одни виды кредитов или в одну отрасль экономики, какими бы выгодными эти вложения ни казались.

Принцип поддержания достаточной ликвидности кредитного портфеля банка заключается в том, чтобы поддерживать долю краткосрочных кредитных ресурсов не ниже уровня, достаточного для проведения неожиданно появляющихся высокодоходных кредитных сделок и удовлетворения неожиданно возникающих потребностей клиентов в денежных средствах.

Учитывая вышеназванные принципы в процессе отбора инструментов долгосрочного кредитования руководство и персонал кредитных отделов зарубежных должны руководствуются такими соображениями, как:

- **безопасность** вложений банка (неуязвимость кредитных ресурсов от потрясений на финансовом рынке),
- **стабильность** получения дохода от кредитной деятельности коммерческого банка,
- **ликвидность** кредитных вложений банка, то есть их способность быстро и без потерь превращаться в наличные деньги.

Главная цель при формировании кредитного портфеля, предназначенного для реализации программ обновления ВИКС и их дочерних структур, состоит в достижении наиболее оптимального сочетания между риском и доходом для банка как инвестора. Иными словами, обеспечение менеджерами и специалистами кредитных отделов зарубежных банков соответствующего набора инвестиционных инструментов кредитного портфеля позволяет снизить риск банка до минимума и одновременно увеличить его доход до максимума.

Являясь самым значительным активом банков, приносящим основной доход, долгосрочные кредиты предполагают и наиболее высокий уровень риска для них, т.к. связаны с необходимостью поддержания относительно низкого уровня ликвидности банковского бизнеса. Наличие данного обстоятельства обусловило резкое возрастание в последние десятилетия внимания к вопросам правильной организации долгосрочного кредитования инвестиционных проектов ключевых предприятий реального сектора экономики. Учитывая, что основную долю финансовых ресурсов

банки направляют на выдачу долгосрочных ссуд, а доходы по ним составляют самую крупную составляющую банковской прибыли. особое значение приобретает умение менеджеров и персонала банка осуществлять рациональный поиск источников данного вида кредитования, оптимальное их распределение и умелое использование находящихся в их распоряжении долгосрочных кредитных ресурсов с целью обеспечения устойчивой финансовой деятельности, включая обеспечение необходимого уровня ликвидности, надежности, прибыльности банковского бизнеса. Не случайно управление качеством долгосрочного кредитования рассматривается регуляторами банковской деятельности во многих странах мира в качестве одного из основных показателей устойчивости финансовой деятельности зарубежных коммерческих банков

Таким образом, можно сделать вывод, что в условиях устранения негативных проявлений мирового финансово-экономического кризиса долгосрочное банковское кредитование приобретает для ВИКС фундаментальное значение, т.к. с его помощью они получают возможности для своевременной реализации стратегических задач своего развития и получения конкурентных преимуществ на мировом рынке товаров и услуг. В процессе обслуживания потребностей ВИКС зарубежные банки широко используют потенциал таких прогрессивных инструментов долгосрочного кредитования, как синдицированные кредиты, проектное финансирование, факторинг, ипотечные и потребительские кредиты.

Учитывая большое многообразие существующих за рубежом форм и методов долгосрочного кредитования, а также слабую изученность механизмов их реализации, в монографии делается упор на раскрытии содержания таких актуальных для банковских институтов Узбекистана его видов, как синдицированное кредитование, проектное финансирование и лизинг.

Обращаясь к истории возникновения синдицированного кредитования, следует отметить, что впервые этот долговой инструмент стал использоваться в высокоразвитых странах в 70-е годы прошлого века. Суть синдицированного кредита заключается в объединении ресурсов нескольких банков с целью предоставления кредита для реализации крупных инвестиционных проектов, что позволяет аккумулировать необходимый объем денежных ресурсов и распределить риски между всеми участниками сделки.

Среднесрочные синдицированные кредиты уже давно широко используются для перелива иностранного капитала развитых государств в развивающиеся регионы Африки, Азии и особенно Латинской Америки. В результате в международной практике синдицированное кредитование стало достаточно распространенным явлением. Так, по данным американской консалтинговой компании «Thomson Financial», по итогам первого полугодия 2005 года рынок синдицированных кредитов вырос до 1,5 трлн. долл. США. Крупнейший синдицированный кредит за этот период привлекла компания «General Electric Capital Corp» (20,4 млрд. долл. США), а в Европе самым значительным заемщиком стала компания «Volkswagen» (15,3 млрд. долл. США)¹⁴.

В настоящее время в странах с развитой экономикой синдицированные кредиты являются основным источником финансирования крупных и средних компаний. Объемы подобного финансирования существенно превышают такие способы привлечения средств, как размещение акций или облигаций. Особенностью данного вида кредитования является то, что на стороне кредитора выступает несколько банков (синдикат), привлеченных банком-организатором. Эта схема позволяет собрать необходимую заемщику денежную сумму и распределить риски среди нескольких банков. Обязательным звеном при этом является банк-агент, который выступает от имени участников синдиката, в частности, через него проходят платежи при выдаче кредита и его возврате.

Основные цели предоставления синдицированного кредита в странах с развитой экономикой для нужд модернизации предприятий реального сектора стран представлены на рис. 2.2.1.

В процессе привлечения синдицированных кредитов зарубежные эксперты выделяют четыре основных этапа: формирование имиджа клиента, выбор банка - организатора, непосредственно процесс синдицирования, подготовку документации и подписание соглашения о предоставлении кредита.

¹⁴ Отчет консалтинговой компании «Thomson Financial» за 2005 г.



Рис. 2.2.1. Основные цели синдицированного кредитования в странах с развитой экономикой

В 2000 году объём международного рынка синдикаций в мире составил почти 2 трлн долл. - это результат более чем 9000 частных синдицированных сделок. За 9 месяцев 2003 года сумма выданных во всем мире синдицированных кредитов составила около 1360 млрд долл. (3476 сделок). В 2007 г. общий объём синдицированных кредитов для российских заемщиков достиг 45,2 млрд долл., почти 10% по сравнению с 2006 г. (41,2 млрд долл.).

В конце 90-х годов прошлого века позиции банков на рынке синдицированного кредитования стали ослабевать, рынок стремится завоевать небанковские институты. С этого момента можно говорить о начале нового этапа развития рынка синдицированного кредитования, который характеризуется, в первую очередь, участием в синдицированных сделках небанковских институтов. На европейском рынке синдицированного кредита они стали играть все более значительную роль. Страховые компании, пенсионные и хеджевые фонды, организации, специализирующиеся на арбитраже, на рынке CDO, привлеченные возможностью управлять риском, участвуя в леввереджевых откупках, стали активно искать выход на этот рынок. По данным Standart&Poors, в 2000 году доля небанковских организаций на рынке этих кредитов составила 3 %, а в 2001 году достигла 11 %.

В настоящее время выделяются три основных центра синдицированного кредитования: НьюЙорк, Лондон и Гонконг. Важными региональными центрами являются: Сингапур, Токио, Франкфурт, Париж, Амстердам, Люксембург, Мандрид, Чикаго, Сидней и Торонто. Высокими темпами росли объемы данных кредитов в Польше и Венгрии, где они увеличились более чем в 2,5 раза. Россия занимает 1 место по объему рынка синдицированного кредитования в Восточной Европе, ее рыночная доля составляет 32 %.

Объемы предоставления синдицированных кредитов заемщикам на развивающихся рынках капитала непрерывно увеличивались, достигнув в 1982 г. 46 млрд. долл. США. Постепенно синдицированные кредиты заменяли собой двусторонние банковские заимствования крупных корпораций. Однако, такое в некотором роде беспорядочное вливание капитала в страны с сомнительным кредитным рейтингом вскоре привело к кризису задолженности. Исправить сложившуюся ситуацию в значительной мере помог план секретаря Казначейства США Н. Брэйди, который предполагал обмен кредиторами задолженности по синдицированным кредитам развивающихся государств на так называемые облигации Брэйди. План придал новый импульс развитию рынка синдицированного финансирования.

К началу 90-х гг. прошлого века банки, понесшие огромные убытки от кризиса задолженности, стали применять более сложные методы оценки инвестиционного риска, часть которых первоначально была разработана для рынка корпоративных ценных бумаг. В результате принятых мер с 1990 г. объем синдицированных заимствований стал непрерывно расти.

На рис. 2.2.2 заметно, что пик активности мирового рынка синдицированного кредитования приходится на II квартал 2007 г., когда объем подписанных сделок составил 814,5 млрд. долл. США. Для сравнения: за IV квартал 2009 г. было заключено сделок всего на 293,7 млрд. долл. США.

Последний мировой финансово-экономический кризис не мог не отразиться на стоимости синдицированных кредитов, подтверждением чего стало резкое повышение процентной ставки, начиная с IV квартала 2008 г. Для ведущих финансовых институтов России рост маржи в среднем составил 34 базисных пункта, для крупнейших российских компаний – от 70 до 100 базисных пунктов.

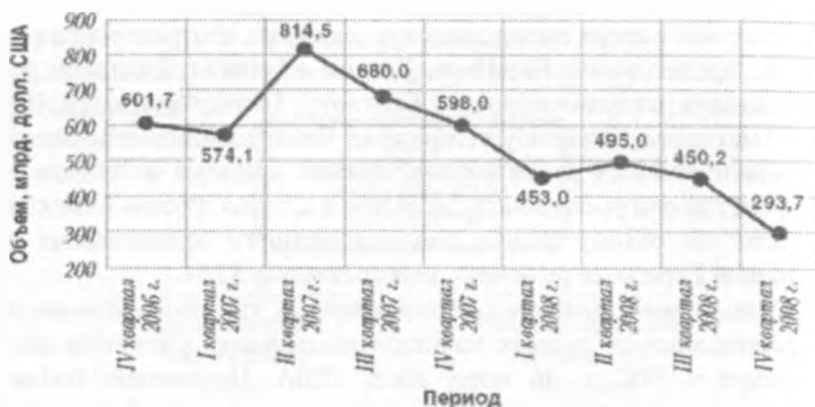


Рис. 2.2.2. Мировая динамика подписанных сделок по синдицированным кредитам

В докризисный период наблюдался значительный его рост как на локальном, так и международном рынках синдицированных кредитов, однако на фоне ипотечного кризиса в США, переросшего затем в мировой финансово-экономический кризис, темпы кредитования резко снизились.

На рис. 2.2.3 показаны основные этапы процесса подготовки и реализации механизма синдицированного кредитования банками инвестиционных проектов ВИКС или их дочерних предприятий. Участие в программах синдицированного кредитования дает зарубежным банкам возможность на взаимовыгодной основе более успешно обращаться свободные денежные ресурсы в высокодоходные активы, а также привлекать и удерживать на обслуживании крупных клиентов. Синдикация продуктов может проходить с использованием стандартного набора финансовых инструментов, таких как векселя, сделки РЕПО, кредитные линии. При разработке и участии в программах синдицированного кредитования члены сформированного консорциума руководствуются принципами партнерства и соблюдения интересов всех участников синдиката.

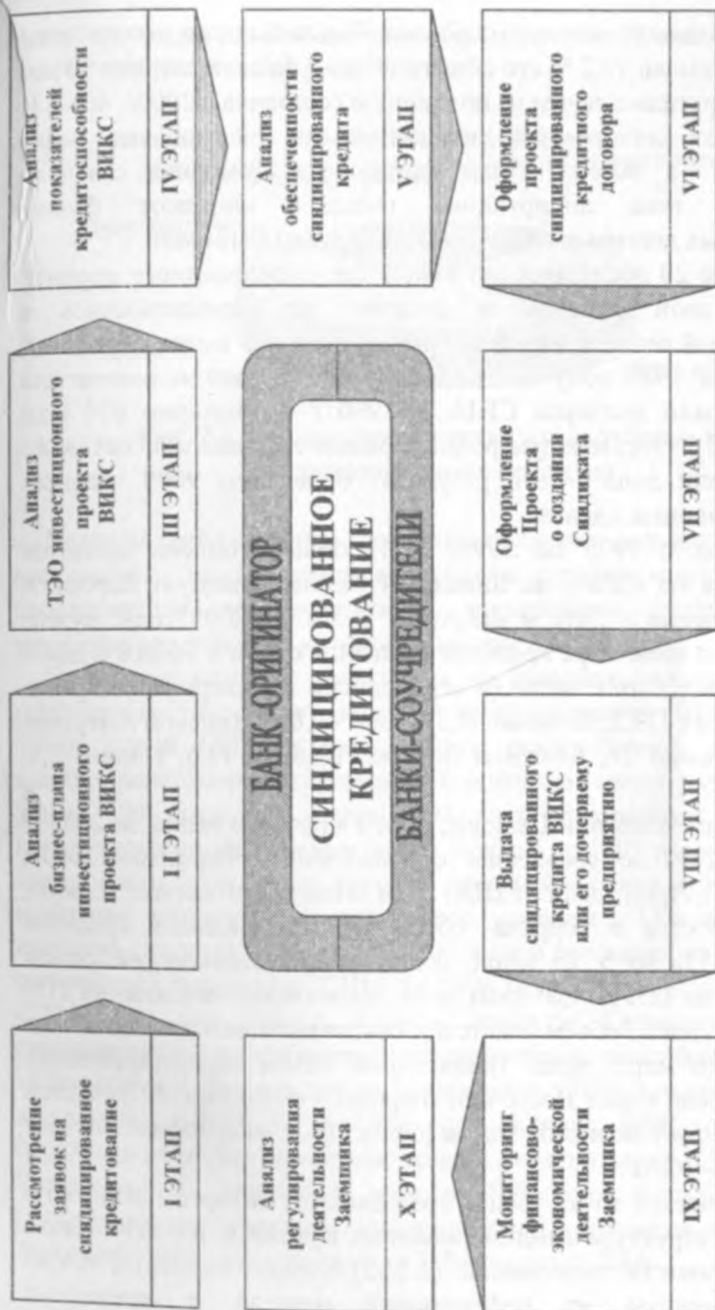


Рис. 2.2.3. Этапы подготовки и реализации механизма syndicated credit кредитования инновационных потребителей ВКС

Если в начале 80-х гг. коммерческие банки были лидерами этого рынка и занимали 72,2 % его общего объема, то за последние 20 лет их доля сократилась почти на половину и составила в 2000г. 46% . В небанковском секторе наиболее активными участниками рынка синдикаций в 80-е гг. были финансовые компании, с начала нынешнего века лидирующие позиции занимают фонды обеспеченных долговых обязательств и фонды праймрайт

В течение 20 последних лет рынок синдицированного кредита увеличил свои размеры в десятки раз, превратившись в приоритетный сегмент мирового рынка ссудного капитала. Сумма выданных в 1980 году синдицированных кредитов составляла около 100 млн долларов США, в 1990 г – примерно 650 млн долларов. В 1999г. международный рынок синдикаций составлял почти 2 трлн долл. – это результат более чем 9000 частных синдицированных сделок.

За период с 1995 по 1999г. 69% общего объема кредитов приходилось на США, на Канаду- 4 %, на Западную Европу и Великобританию - 20% и на Азию – 5%. В 2005 году. сумма выданных во всем мире кредитов составила около 1 360млрд долл. (3476 сделок), в том числе (в млрд долл.): в Северной Америке- 748,9; Европе- 439,2; Японии- 68,3; Азии- 42,8; Латинской Америке- 29,9; Австралии- 16; Ближнем Востоке/Африке- 12,6; Индии- 2,1. [2.1.55]

По данным компании Dealogic, объем мирового рынка за 2005 г. вырос на 20% по сравнению с аналогичным периодом 2003г, достигнув 1,7трлн долл. США. При этом в регионах: Европа, Ближний Восток и Африка- объем синдицированных кредитов вырос на 11% до 555,5 млрд. долл., североамериканский рынок увеличился на 32% до 1,01 трлн. долл., латиноамериканский- на 21% до 18 млрд. долл., объем азиатских синдицированных займов – на 8% до 170,6 млрд. долл. Наибольший объем синдицированных кредитов среди стран Восточной Европы – у России. В Западной Европе лидирует Великобритания (более 30%), на Ближнем Востоке и в Африке – ЮАР.

С практической точки зрения представляют интересы данные по отраслевой структуре синдицированных кредитов, реализуемых в странах с развитой экономикой. [2.1.55] Следует отметить, что на долю заёмщиков из нефтегазовой отрасли и кредитные

организации приходится более 70% рынка синдицированного кредитования (рис. 2.2.4).



Рис. 2.2.4. Отраслевая структура зарубежных синдицированных кредитов

Важным направлением совершенствования механизма синдицированного кредитования в развитых странах мира выступает своевременная и качественная организация системы риск-менеджмента, объекты которой показаны в табл. 2.2.1.

Примером удачной реализации на практике указанных выше подходов государства к развитию синдицированного кредитования среди стран СНГ можно считать опыт России, где рынок синдицированного кредитования фактически начал развиваться с конца 1995 года. До июня 1998 года кредиторами выступали исключительно зарубежные банки, причем до 1997 года основными заемщиками были только крупные российские банки и лишь затем – компании топливно-энергетического комплекса. Основной объем внешних синдицированных заимствований пришелся на 1997 год и составил 10 млрд долл. США (в 1996 году – всего 250 млн долл. США), из них свыше 65% – кредиты Газпрому. Первым синдицированным кредитом, организованным российским банком «Еврофинанс», был кредит на 25 млн долл. США, предоставленный компании «АЛРОСА» в 1998 году. Кризис 1998 года жестко отразился на рынке синдицированных заимствований в Российской Федерации. В результате чего в 1999 году сумма выданных российским предприятиям синдицированных кредитов сократилась до уровня 1996 года и составила 230 млн долл. США.

Таблица 2.2.1

Система рисков синдицированного кредитования

Вид риска	Источник	Описание
Политический	Государство	Неблагоприятные изменения в социально-политической системе
Правовой	Законодательные органы, органы исполнительной власти, имеющие право нормотворчества	Дефекты и изменения нормативно-правовой базы
Инвестиционный	Рынок ценных бумаг, смежные рынки капитала	Изменение котировок, курсов валют, процентных ставок, уровня инфляции
Инструментальный	Организации, принимающие участие в синдикации	Система специфических рисков, присущих каждому инструменту синдицированного кредитования
Регуляционный	Регулятор деятельности кредитных организаций	Принятие регулятором решений по конкретным вопросам кредитной политики
Информационный	Система раскрытия информации, средства массовой информации	Принятие решений на основе представленных результатов управления кредитами
Форс-мажорные	Различные источники	События, нарушающие нормальную деятельность предприятия заемщика

С 2000 года на российском рынке синдицированного кредитования появились признаки оживления. Однако громкая раскрутка дела известной акционерной компании «ЮКОС», по мнению некоторых экспертов, негативно отразилась на развитии этого рынка. В результате устранения имеющихся перекосов в экономическом развитии России национальный рынок синдицированного кредитования этой страны в полной мере оформился лишь в 2004 году. По данным Sбonds, в 2005 году накопленный объем рынка синдицированных кредитов составил 43 806 млрд долл. США, в 2006 году – 36 580 млрд долл. США, а в 2007 году – 192 048 млрд долл. США (рис. 2.2.5.).

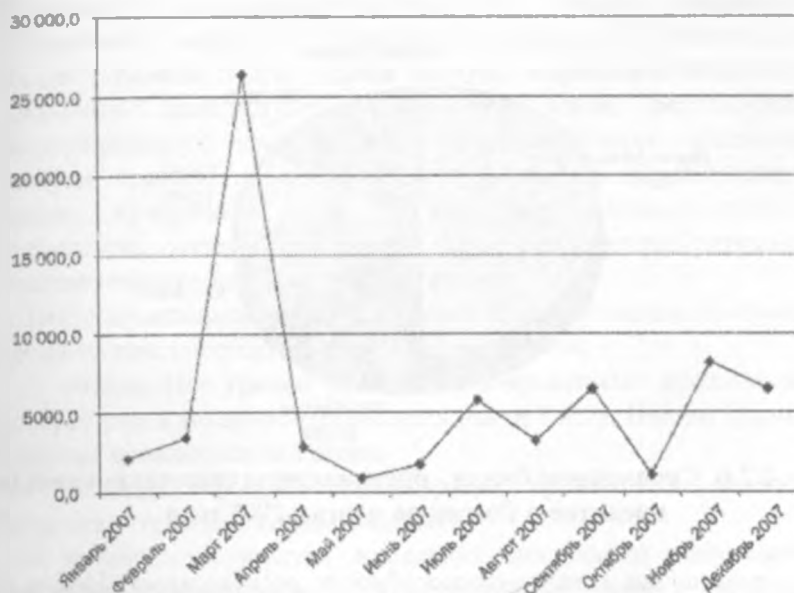


Рис. 2.2.5. Объем предоставленных синдицированных кредитов в России в 2007 году (млрд долл. США)¹⁵

Анализ отраслевой структуры синдицированных кредитов, выданных в 2007 году зарубежными и российскими банками для субъектов хозяйствования этой страны показывает, что основную долю на рынке синдицированного кредитования России занимают иностранные банки. При этом лидирующие позиции по итогам 2007 года принадлежат пяти инвестиционным банкам: BNP Paribas, ABN AMRO, Calyon, Citigroup, Societe Generale, которые в совокупности занимают более 50% рынка (рис. 2.2.6).

По прогнозам российских экспертов, к 2011 году объем российского рынка синдицированных кредитов должен превысить 90 млрд. долл. США.

Для банков из стран СНГ положительные тенденции использования консорциального финансирования заключаются в:

¹⁵ Журнал «Рынок ценных бумаг», №21, 2008 С 39-45

– расширении кредитной экспансии в условиях неограниченности ресурсов;

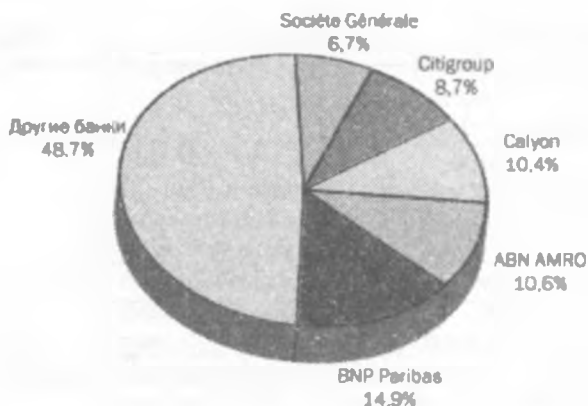


Рис. 2.2.6. Крупнейшие банки - организаторы синдицированных кредитов в России по итогам 2007 года

- повышении конкурентоспособности региональных банков и сохранении их приоритетности на банковском рынке;
- диверсификации кредитных рисков и их минимизации;
- улучшении качества кредитных портфелей участников и более объективной оценки кредитоспособности заемщиков.

В то же время развитие синдицированного кредитования в странах СНГ сталкивается с рядом проблем. Так, многие субъекты хозяйствования пока слабо представляют себе преимущества синдицированного кредитования по сравнению с традиционным банковским кредитованием. Мировой финансово-экономический кризис 2007 года показал уязвимость и неустойчивость многих кредитных организаций из стран СНГ из-за низкого уровня их капитализации и слабой конкурентоспособности. Высокий риск также связан с возможностью отзыва у банков-партнеров по синдикации лицензии в связи с нарушением законодательства в области противодействия отмыванию (легализации) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма.

Негативное влияние оказывает несовершенство законодательной и нормативной базы, регулирующей различные аспекты механизма реализации синдицированного кредитования. Трудность состоит в

том, что в большинстве законодательных актов в области банковского законодательства стран СНГ термин «синдикация» упоминаются косвенно и для её проведения установлены лишь общие правила. При этом многие нормативно-технические документы Центральных банков этих стран, регулирующие синдицированное кредитование, не соответствуют стандартам, которые применяют иностранные организаторы. Кроме того, на рынке практически отсутствуют наработанные судебные прецеденты, связанные с разрешением конфликтных ситуаций с участниками процессов синдицирования.

Повышению интереса предприятий к рынку синдицированного кредитования способствуют такие факторы, как:

- расширение границ рынка синдицированного кредитования, которое стали активно практиковать банки Китая, Индии, Бразилии и других развивающихся стран;
- усиление процесса концентрации производства благодаря банковско- промышленным слияниям;
- активизация участия в сделках синдикации небанковских финансовых институтов, способствовавшая притоку свободных средств на нужды синдицированного кредитования.

Таким образом, представленный в данном параграфе обзор свидетельствует о том, что за сравнительно короткий срок синдицированное кредитование в различных странах мира превратилось в одно из перспективных средств финансирования крупных инвестиционных проектов. Синдицированное кредитование постепенно все шире входит и в хозяйственную практику стран СНГ, однако требует совершенно нового уровня координации усилий государственных органов регулирования, коммерческих банков и самих заемщиков.

Значительное место в структуре инвестиционного кредитования зарубежных банков занимает проектное финансирование. Термин «проектное финансирование» стал в последнее время крайне популярным в зарубежной литературе и все шире входит в лексикон банкиров, инвесторов, крупных компаний. Во многих зарубежных странах в последние годы крупные коммерческие банки создали отделы, управления и даже департаменты проектного финансирования, которые взяли на себя обслуживание потребностей

инновационного развития ВИКС и других категорий корпоративных клиентов.

В качестве институциональных участников проектного финансирования за рубежом реализации инвестиционных проектов могут выступать не только коммерческие банки, но также инвестиционные банки, инвестиционные фонды, компании, пенсионные фонды, страховые лизинговые компании и другие финансовые институты.

Важным принципиальным отличием проектного финансирования является то, что его полноправным участником является сами корпоративные структуры. В случае, когда источником финансирования инвестиционного проекта выступают их собственные средства, прежде всего, амортизационные фонды и нераспределенная прибыль, в зарубежной литературе используется термин «корпоративное проектное финансирование». Когда исключительными или преобладающими источниками финансирования инвестиционного проекта являются банковские инвестиционные кредиты, употребляется термин «банковское проектное финансирование». При традиционном банковском кредитовании инвестиционных проектов обеспечением платежных обязательств заемщика выступает не только (а иногда не столько) качество проекта, сколько денежные доходы заемщика от его общей хозяйственной деятельности, а также его активы и разного рода гарантии и поручительства.

В посткризисный период преобладающей тенденцией развития проектного финансирования в развитых странах мира стало использование банками всей гаммы источников финансирования инвестиционных проектов ВИКС, состав которых показан на рис. 2.2.7.

В последние годы отдельные зарубежные банки стали предлагать услуги по финансовому конструированию (financial designing), означающему деятельность по построению ими оптимальных (с точки зрения прибыльности и надежности) схем финансирования различных инвестиционных проектов и сделок.

Оценивая риски проектного финансирования с точки зрения интересов коммерческих банков, следует отметить, что при «классической» схеме кредитования банк выдает кредит ВИКС без права регресса (оборота) на последнего. В случае же проектного

финансирования единственным источником вознаграждения банка являются только доходы, получаемые от реализации самого



Рис. 2.2.7. Состав основных источников обеспечения проектного финансирования

инвестиционного проекта. В обмен на принятие указанного риска коммерческий банк, выступающий инициатором данного вида финансирования ВИКС, получает право на премию, выражающуюся в форме повышенного процента за выдаваемые кредитные ресурсы. С точки зрения экономической выгоды банк рассчитывает не только на сам факт реализации выгодного инвестиционного проекта для ВИКС, но и на получение собственного предпринимательского дохода. Естественно, что зарубежные банки берут на себя высокий риск только в том случае, если реализуемый инвестиционный проект обещает очень высокую прибыль. Как показало проведенное исследование, такие инвестиционные проекты чаще всего встречаются в энергетике, горнодобывающих отраслях, сфере первичной переработки сырья, телекоммуникаций и т.п.

Следует подчеркнуть, что проектное финансирование имеет дело в большинстве случаев с более или менее известными технологиями, которые чаще всего ориентированы на выпуск традиционных товаров и услуг (на первом месте среди них находятся нефть, газ, другие энергоносители, золото, серебро и иные ликвидные сырьевые товары). В проектном финансировании

преобладают проектные риски связанные с задержкой ввода в действие объекта; превышением сметы по строительству; низким качеством оборудования и строительных работ; повышением цен на сырье, а также риски отсутствия квалифицированного управления объектом на стадии эксплуатации и т.п. Участвуя в проектном финансировании программ модернизации ВИКС, зарубежные банки нередко действуют в роли предпринимателей, активно вникая в вопросы разработки и реализации инвестиционных проектов, управления процессами введения в эксплуатацию объекта кредитования или организации эффективного риск-менеджмента.

В отдельных случаях в кредитных договорах зарубежные банки резервируют за собой право на приобретение части акций предприятия, управляющего объектом проектного финансирования. С учетом такого подхода, отдельные зарубежные ученые рассматривают его в качестве действенного средства повышения доходности банковского бизнеса и эффективного инструмента активного сращивания банковского и промышленного капиталов.

Учитывая значительные масштабы финансирования и большую сложность управления объектами современного проектного финансирования, в мировой практике преобладают схемы с ограниченным оборотом банка на заемщика. Такие схемы применяются сегодня не только в энергетике и добыче полезных ископаемых, но также в металлургии, нефте- и газопереработке, некоторых видах химических производств, при реализации инфраструктурных проектов и т.п. По этой же причине за пределами проектного финансирования оказывается производство товаров народного потребления, наукоемкие отрасли промышленности, часть машиностроения, фармацевтики и т.п.

В процессе реализации схем проектного финансирования без оборота или с ограниченным оборотом на заемщика особое внимание зарубежными банками уделяется вопросам выявления, оценки и снижения рисков реализации совместных инвестиционных проектов. Как правило, ведущую роль в этой деятельности берут на себя сами банки, которые силами своих сотрудников и привлеченных консультантов осуществляют оценку рисков инвестиционного проекта, проводят расчет ожидаемой эффективности вложенных инвестиций, контролируют динамику денежных потоков, прорабатывают перспективы реализации конечной продукции и т.д.

В условиях устранения негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса особое значение приобретает умелое использование менеджерами и сотрудниками инвестиционных подразделений банков секретов проектного анализа, объединяющего в себе всю совокупность методов экономической, финансовой, технической, экологической, организационно-правовой, коммерческой оценки эффективности инвестиционных проектов.

Поскольку проектное финансирование, связанное с обслуживанием программ инновационного развития ВИКС, сопровождается повышенным уровнем рисков для банков-кредиторов, особое внимание в процессе его реализации уделяется вопросу оценки запаса прочности инвестиционного проекта, измеряемого коэффициентом покрытия задолженности (*debit coverage ratio – DCR*), который рассчитывается как отношение суммы ожидаемых чистых поступлений от проекта к планируемым выплатам по кредитной задолженности. В любом случае он не может быть меньше единицы. Реально в мировой практике банковского кредитования проектов в 80-е годы нижняя граница была принята на уровне 2:1 или 200%. В посткризисный период острая конкуренция на мировом рынке проектного финансирования привела к снижению этого коэффициента до 1,3:1 или 130%.

В процессе реализации инвестиционных проектов, осуществляемых зарубежными банками для ВИКС, в рамках проектного финансирования оказываются задействованными многие участники, состав которых показан на рис. 2.2.8. Нередко для обеспечения координации действий всех участников проектного финансирования, повышения эффективности работы «проектной команды» зарубежными банками создаются консорциумы, действующие в соответствии с временными соглашениями о производственной, коммерческой, финансовой кооперации. В консорциуме имеется лидер (менеджер), получающий за услуги по оперативному управлению инвестиционным проектом специальное вознаграждение. Общее (стратегическое) руководство инвестиционными проектами осуществляют комитеты по управлению совета директоров ВИКС. На уровне участников консорциума создаются координационные комитеты, в ведении которых находятся узловые финансово-экономические, производственно-технические и организационно-технические вопросы реализации данных инвестиционных проектов.



Рис. 2.2.8. Состав основных участников проектного финансирования

Важнейшей категорией участников проектного финансирования является так называемая «проектная компания» (ПК), которая создается инициаторами проекта исключительно в целях реализации проекта. Если при обычных кредитных операциях банк интересуется финансовыми результатами деятельности заемщика его репутацией и надежностью, только в кредитующиеся годы, то в отношении ПК все это теряет смысл. Свои усилия банк сосредоточивает на оценке самого инвестиционного проекта и на вопросах гарантий, обеспечивающих деятельность ПК. Чаще всего создание ПК диктуется тем, что получение проектного кредита отражается на балансе ПК, а не на балансе учредителей, которые этой операцией не хотели бы ухудшать свое финансовое положение. Такой метод кредитования носит название внебанковского финансирования («off-balance sheet»).

Учитывая высокий уровень рисков при осуществлении проектного финансирования, зарубежные банки-кредиторы или банковские синдикаты особое внимание уделяют вопросам их сбалансированного распределения между всеми участниками процесса реализации инвестиционных проектов. При этом на разных стадиях проектного цикла роль отдельных участников проектного финансирования в покрытии рисков реализации инвестиционных проектов ВИКС существенно меняется.

Так, на инвестиционной стадии кредитующий банк, как правило, снимает с себя ответственность за качественное и своевременное завершение строительно-монтажных работ. Риски, связанные с качеством объекта и сроками его ввода в эксплуатацию, возлагаются на заемщика, подрядчика, поставщиков машин и оборудования.

На этапе эксплуатации объекта банк обычно берет на себя часть коммерческих, страновых, валютных и иных рисков. В круг участников реализации проекта нередко оказываются втянутыми и фирмы, приобретающие продукцию, когда с ними заключаются контракты типа «бери или плати» («take or pay» contracts). Косвенно в реализацию проекта оказываются втянутыми банки, выставляющие условные и безусловные гарантии банку-кредитору и другим участникам реализации проекта.

Что касается обязанностей инициатора проекта в лице ВИКС или проектной компании, то важнейшими среди них выступают такие, как предоставление регулярных отчетов о ходе работ,

подписываемых контрактах, о возникновении возможных препятствий для реализации проекта, о соблюдении строительных, технических, экологических и иных норм, о проведении работ в строгом соответствии с технической документацией.

Обязательства заемщика по соглашению о реализации инвестиционного проекта перед банком считаются частично выполненными после сдачи объекта инвестиционной деятельности в эксплуатацию, а полностью выполненными - после погашения всех платежных обязательств по кредитному договору. В некоторых случаях затраты по надзору (контролю) за реализацией проекта достигают 5% и более от общего объема вложенных инвестиций в проект.

Учитывая большую капиталоемкость и высокий уровень рисков, связанных с реализацией проектного финансирования, многие зарубежные банки находят здесь немало объектов для приложения своего потенциала. Обслуживая растущие потребности участников проектного финансирования, они принимают на себя функции банков-кредиторов, инвестиционных банков, гарантодателей под выдаваемые им инвестиции, инвестиционных брокеров, финансовых консультантов; институциональных инвесторов, лизинговых институтов и т.д.

Принципиально новым видом банковской деятельности в странах с развитой экономикой в последние годы стал специализированный консалтинг в области проектного финансирования. Специализированные банки-консультанты в развитых странах мира в настоящее время оказывают широкий набор услуг, показанных на рис. 2.2.9.

Признавая очевидные преимущества использования потенциала проектного финансирования для крупных заемщиков, в лице ВИКС, следует выделить и имеющиеся здесь определенные минусы. Так, обращает внимание высокие затраты по предпроектным работам (подготовка технико-экономического обоснования, работы по уточнению запасов полезных ископаемых, оценка воздействия будущего проекта на окружающую среду, углубленные маркетинговые исследования), которые несет потенциальный заемщик. Организаторы проектного финансирования должны также учитывать достаточно длительный период времени от подачи заявки до

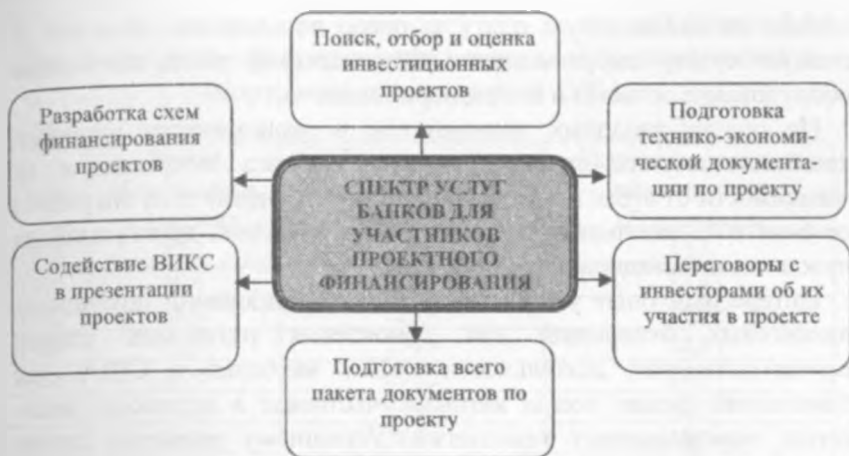


Рис. 2.2.9. Спектр основных видов услуг зарубежных банков для участников проектного финансирования¹⁶

принятия решения о финансировании, а проектным компаниям необходимо иметь в виду чрезвычайно жесткий контроль за их деятельностью (финансовый, производственный, коммерческий) со стороны коммерческого банка или банковского консорциума.

Принимая во внимание указанные проблемы, для некоторых зарубежных ВИКС становится более предпочтительным использование потенциала такой эффективной формы кредитования, как лизинг. При этом данный термин включает в себя содействие им со стороны зарубежных банков в обеспечении долгосрочной аренды машин, оборудования, транспортных средств, сооружений производственного назначения с погашением задолженности в течение нескольких последующих лет.

Широкие масштабы использования лизинга обеспечивает ВИКС целый ряд существенных преимуществ, поскольку процесс модернизации их основных производственных фондов с помощью этой формы инвестиционного обеспечения на базе современных наукоемких технологии не требует от них изначальных вложений крупных финансовых средств. В отличие от аренды, при лизинговой сделке ВИКС-лизингополучатель выплачивает банку-лизинго-

¹⁶ Схема составлена автором

дателю не ежемесячную плату за право пользования объектом, а полную сумму амортизационных отчислений, после чего само оборудование остается в его распоряжении.

По оценке западных экономистов, в экономически развитых капиталистических странах за счет лизинга покрывается (в зависимости от отраслевого уровня распространения этих операций) от 6 до 20% ежегодных потребностей в средствах корпораций на нужды их инновационного обновления.

Интересный опыт участия банков в использовании потенциала лизинговых отношений для обновления различных сторон производственной деятельности ВИКС накоплен в США, где банковский бизнес всегда активно участвовал в процессах внедрения инновационных технологий. Успешному развитию лизингового бизнеса в этой стране в немалой степени способствовала и укоренившаяся традиция многих американцев жить в кредит, позволившая банкам превратить лизинг в понятный и востребованный финансовый продукт.

О впечатляющих масштабах использования лизинга для инновационного развития высоко интегрированных американских корпораций свидетельствуют данные табл. 2.2.2.

В течение последних пяти лет перед мировым финансовым кризисом 2007 года среднегодовые темпы прироста объемов лизинговых операций с оборудованием в США составляли более 9%. О структуре имущества, передаваемого в лизинг (по его типам), свидетельствуют данные Ассоциации лизинга оборудования Америки. Наиболее популярным в США является лизинг автотранспортных средств, в качестве лизингодателей которого чаще всего — банки. По состоянию на начало 2010 года на долю США приходилось более 52% от общего объема мирового рынка лизинговых услуг.

К числу качественных изменений, характеризующих ситуацию на рынке лизинговых услуг США, следует отнести рост концентрации лизингового бизнеса. Только за период с 1999 по 2000 год по первым 100 лизингодателям годовые показатели по новому бизнесу увеличились с 88,8 до 212,5 млрд. долл., т.е. в 2,4 раза (без учета инфляции), а чистые активы выросли с 221,2 до 479,4 млрд. долл., или в 2,2 раза, то есть темповые характеристики первого показателя

Таблица 2.2.2

**Динамика роста объемов лизинга и его доли в инвестициях в
оборудование корпораций США**

Годы	Лизинг оборудования, млрд. долл.	Инвестиции в оборудование, млрд. долл.	Лизинг в процентах к инвестициям в оборудование
1978	22,3	178,0	12,5
1980	36,5	208,9	17,4
1982	48,4	223,4	21,7
1984	62,6	274,9	22,8
1986	85,0	296,2	28,7
1988	112,7	348,4	32,3
1990	124,3	388,3	32,0
1992	121,7	376,2	32,3
1994	140,2	487,0	28,8
1995	151,4	538,8	28,1
1996	169,9	566,2	30,0
1997	179,0	621,0	29,0
1998	207,0	691,0	30,0
1999	234,0	738,2	31,7
2000	260,0	820,2	31,7
2001	280,0	880,5	31,8

были более высокими. Так, у крупнейшего в США и в мире лизингодателя – General Electric Capital объем нового бизнеса вырос с 16,8 млрд. долл. в 1994 г. до 44,7 млрд. долл. в 2000 г., т.е. в 2,7 раза. Почти с такой же скоростью увеличивались лизинговые операции у Caterpillar Financial Services. А у четвертого в США лизингодателя - CIT Group объемы лизингового бизнеса за этот же период выросли более чем в 17 раз. Одним из решающих факторов роста масштабов американского рынка лизинговых услуг стало стремительное расширение масштабов собственной лизинговой деятельности банков и ее направленность на инновационное обновление производственных фондов ВИКС этой страны. Кроме этого, банковские институты приняли активное участие в процессах продвижения американских лизинговых компаний на рынки развивающихся стран.

Несмотря на то, что до 1963 года им запрещалось выступать в сделках в качестве лизингодателей, американские банки не дистанцировались от лизинга, а, наоборот, охотно участвовали в лизинговых операциях как кредиторы лизинговых компаний. В 1963 г. главный регулятор финансового рынка США в лице Контролера денежного обращения разрешил банкам заниматься лизинговой деятельностью. В 1970 г. здесь был принят Закон о банковской холдинговой компании, который разрешил допустимый объем лизинговых операций на национальном уровне, что сделало лизинг привлекательной сферой финансовой деятельности для американских банков и банковских холдинговых компаний. В результате многие банковские холдинговые компании США, представляющие высоко интегрированные корпоративные структуры, стали управлять лизинговыми компаниями или владеть банками имеющие дочерние лизинговые компании. В настоящее время банковские холдинговые компании имеют право осуществлять лизинг движимого и недвижимого имущества, а национальные банки - только лизинг движимого имущества. Причем в соответствии с Законом о равной конкуренции в банковском деле (1987 г.) национальные банки имеют право инвестировать до 10% активов в лизинговые договоры на чисто лизинговой основе без ограничения на величину остаточной стоимости. Принятые меры по активизации деятельности банков на рынке лизинга способствовали тому, что они заметно расширили спектр услуг и масштабы участия в обновлении основных производственных фондов ВИКС.

Растущий с каждым годом спрос на лизинговые услуги американских банков со стороны национальных и зарубежных ВИКС обусловлен тем, что данный механизм инвестиционного обеспечения является более гибким по сравнению с обычным долгосрочным банковским кредитованием. Не случайно, наибольший удельный вес в структуре чистых активов лизинговых компаний США принадлежит компаниям, аффилированным с американскими банками (табл.2.2.3).

Второй фактор, способствующий росту деловой активности банков США на рынке лизинговых услуг, связан с развитием международного лизинга. Так, за три года GE Capital увеличил операции с лизингополучателями в других странах почти в 3 раза и общий объем этих операций достиг в 2000 г. - 18,8 млрд. долл., или

Таблица 2.2.3

Структура лизинговых компаний США
по величине чистых активов в 1997 и в 2000 гг., в %

№	Лизинговые компании	1997г.	2000г.	Лидеры в 2000 г.
1.	Аффилированные с американскими банками	21,9	29,6	Citi Capital, Banc of America Leasing & Capital Grp., Fleet Capital, First Union Leasing, Key Equipment Finance, US Bancorp Leasing & Financial, Banc One Leasing
2.	Кэптивные (дочерние)	16,8	23,3	IBM Global Financing, Caterpillar Financial, John Deere Credit, CNH Capital, Hewlett Packard Tech Finance, Xerox Credit, Mercedes-Benz Credit, Boeing Capital, Navistar Financial
3.	Аффилированные с производителями оборудования	26,8	22,9	GE Capital, Philip Morris Capital Corp., Verizon Capital Corp., Textron Financial
4.	Независимые компании	20,9	14,9	CIT Group., GATX Capital, Finova Capital, Comdisco, Ryder Sistem
5.	Аффилированные с иностранными производителями	11,0	4,8	Heller Finance, Chrysler Capital Company, EAB Leasing, BTM Capital, ORIX Financial, Hitachi Credit America Services
6.	Другие	2,5	4,4	

42% от общего объема его лизингового бизнес. У других американских лизингодателей, - Caterpillar Financial и John Deere Credit стоимость операций международного лизинга составляет, соответственно, 2,1 млрд. долл. и 1,5 млрд. долл.

В целях стимулирования экспорта и уменьшения дефицита торгового баланса в США еще с 1984 г. действует закон об экспортных корпорациях (Foreign Sales Corporation Act), согласно которому американские компании имеют право исключать из налоговой базы доход, полученный от продажи товаров за границей. Вторым по темпам роста объемов продаж и уровню институционального развития рынка лизинговых услуг в мире считается европейский рынок «Лизюроп», охватывающий 95% лизингового рынка Европы, члены которого занимаются финансовым и оперативным лизингом, продажей в рассрочку всевозможных активов (автомобили, оборудование и недвижимость), а также арендой автомобилей, товарных вагонов и грузовых автомашин. При активном содействии банковского сектора лизинг в странах ЕС существенно влияет на макроэкономические инвестиционные процессы и активно способствует обновлению действующих здесь основных фондов крупнейших интегрированных структур, не случайно в последние годы почти треть инвестиций в их оборудование осуществляется в виде лизинга.

На рис. 2.2.10. показаны данные о ежегодных объемах лизинговых сделок членов «Лизюроп» на мировом рынке лизинговых услуг. Членами «Лизюроп» в 2008 г. было выделено лизингополучателям лизинговых средств на сумму 330,1 млрд. евро.

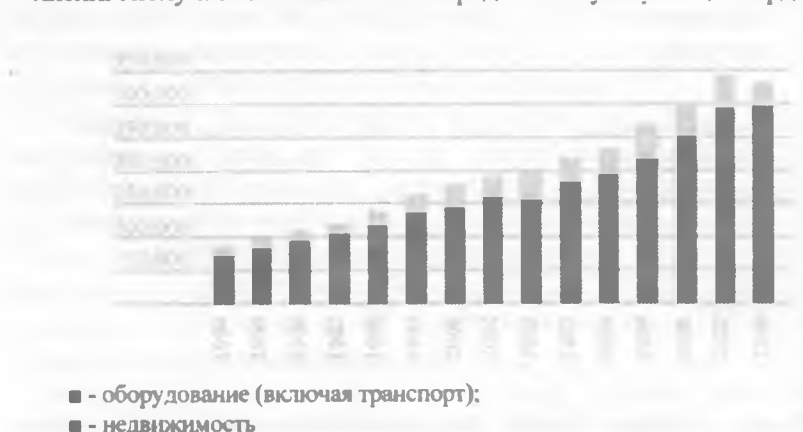


Рис. 2.2.10. Динамика общего ежегодного объема лизинговых сделок членов «Лизюроп» (млн. Евро)¹⁷

¹⁷ http://www.leaseurope.org/uploads/1.leaseurope_FactsFigures_2008.pdf

Членами «Лизюроп» в 2008 г. было выделено лизингополучателям лизинговых средств на сумму 330,1 млрд. евро. Совокупный портфель лизинговых активов в Европе на конец 2008 г вырос на 4,3% и составил 770,9 млрд. евро. Коэффициент проникновения «Лизюроп», измеряемый как количество всего нового бизнеса, деленное на инвестиции, определенные как формирование валовых основных средств, за исключением вложений в жилые помещения, составил 16,0%. Если ограничиться оборудованием (включая транспорт) коэффициент проникновения вырастет до 23,7%, в то время как для лизинга недвижимости он составил 4,6%.

В результате мирового финансово-экономического кризиса общий объем лизинговых контрактов на новое оборудование, включая транспорт, в 2008 году снизился до 293,9 млрд. евро, а лизинг недвижимости упал до 36,1 млрд. евро.

Функциональная структура рынка лизингового оборудования Европы в 2008 году (рис. 2.2.11), свидетельствует о высоком удельном весе в ней пассажирских автомобилей (38%), промышленного оборудования (22%) и коммерческого транспорта (20%)¹⁸.

Одной из ведущих в Европе стран по уровню активности использования банками потенциала лизинговых отношений является Германия. Расширение масштабов участия немецких банков в лизинговом обеспечении потребностей развития ВИКС оказывает позитивное воздействие на размеры темпы роста и направленность инвестиционных процессов в стране, подтверждением чего служит структура лизинговых инвестиций в Германии.

При активном участии крупных банков Германии ведущие автомобилестроительные компании этой страны, функционирующие в форме ВИКС, создали целую сеть лизинговых компаний в различных европейских странах, в Америке, Средней Азии, Китае и других регионах мира. Так, всемирно известная немецкая компания БМВ в Мексике для повышения заинтересованности клиентов в своих услугах внедрила схему, по которой по истечению срока лизинга старый автомобиль принимался в зачет первого платежа по

¹⁸ http://www.leaseurope.org/uploads/Leaseurope_FactsFigures_2008.pdf

Объемы нового лизингового оборудования по типу активов, 2008 г.



Рис. 2.2.11. Функциональная структура рынка лизингового оборудования Европы в 2008 г.

новому договору лизинга уже на новую машину. Это означает, что в течении четырех лет происходила почти вся амортизация автомобиля и он выкупался у лизингополучателя по остаточной стоимости в размере чуть более 2-х процентов. Данная мера позволила резко расширить рынок продаж в Мексике автомобилей этой компании на условиях лизинга.

С практической точки зрения представляет интерес опыт использования банками потенциала для инвестиционного обеспечения ВИКС, накопленный в Великобритании.

Функциональная структура лизинговых инвестиций в оборудование крупнейших интегрированных бизнес-структур в Великобритании показана в табл. 2.2.4.

Мощный стимул для расширения масштабов использования банками Великобритании потенциала лизинга в интересах развития ВИКС придают ощутимые налоговые льготы для лизингодателей и лизингополучателей. В частности, лизингодатель имеет право на налоговые скидки на стоимость актива; а также право на вычет из налогооблагаемой базы полной стоимости арендных платежей. Лизингополучатель имеет право на налоговые скидки в отношении капитального элемента платежей (даже будущих), как если бы все капитальные расходы были понесены вначале - часто в эквиваленте

Таблица 2.2.4

**Структура лизинговых инвестиций в оборудование в
Великобритании по типам активов**

№	Виды активов	Доля в %
1.	Машины и промышленное оборудование	23,4
2.	Компьютеры и офисное оборудование	18,4
3.	Автотранспортные средства	39,4
3.1.	Легковые автомобили	28,0
3.2.	Грузовики	11,4
4.	Авиатранспорт, корабли, железнодорожный транспорт	12,8
5.	Другое оборудование	6,1
	Всего:	100,0

стоимости актива, а также имеет право на вычет финансового элемента при подсчете налогооблагаемой прибыли за весь период действия соглашения. При прямом лизинге право на налоговые скидки имеет лизингодатель, а при лизинге с правом покупки объекта право на налоговые скидки имеет лизингополучатель.

Еще одной ведущей страной на мировом рынке лизинговых услуг является Франция, которая в течение многих лет входит в пятерку крупнейших стран мира и в тройку европейских стран по величине оборота лизингового рынка. Только в 2000 г. стоимость заключенных договоров лизинга составила 18,87 млрд. долл.

Функциональная структура лизинговых инвестиций в оборудование во Франции в 2000 году была следующей:

Машины и промышленное оборудование - 37,2%;

Компьютеры и офисная техника - 17,6%;

Легковые автомобили - 17,8%;

Грузовые автомобили - 27,6%;

Другое оборудование - 1,7%.

Об активной роли банков Франции в использовании потенциала лизинга для инвестиционного обеспечения ВИКС свидетельствует тот факт, что основная масса французских лизинговых компаний (64%) имеет банковский статус или принадлежит банкам. Очень развит лизинговый бизнес в знаменитом французском банке Societe Generale, где создана одна из наиболее разветвленных в мире лизинговых структур Soglease, включающая 27 фирм.

расположенных по всему миру. По суммарным объемам это третий лизингодатель в мире по величине лизингового портфеля (10,5 млрд. долл.) и крупнейшая лизинговая компания в Европе. Финансирование лизинга осуществляется по следующим пяти основным группам имущества: транспортное (корабли, самолеты, контейнеры, трейлеры); нефтяное (платформы, баржи и суда, заводы); городские здания и оборудование для общественных работ; крупные инвестиционные программы в области информационных технологий, создания и модернизации промышленных и строительных предприятий; медицинский сектор.

Наглядным примером успешного использования банками потенциала лизинга для развития ВИКС является Япония, где лизинговый бизнес начал развиваться с конца шестидесятых годов XX века. На протяжении двух последних десятилетий Япония занимает второе после США место в мире по объему лизинговых операций. В 2000 г. стоимость заключенных лизинговых договоров составила 69,61 млрд. долл. в результате чего на долю Японии приходилась седьмая часть общемирового лизингового рынка.

Представление о структуре лизингового имущества японских корпораций по типам оборудования (в % от общего объема) дают данные табл. 2.2.5.

Таблица 2.2.5

**Структура объемов лизинга по типам
оборудования в Японии (%)**

№	Виды оборудования	Удельный вес в %
1.	Информационные системы	39,8
1.1.	Компьютеры	33,8
1.2.	Телекоммуникационное оборудование	6,0
2.	Офисная техника	8,0
3.	Промышленное оборудование	15,9
4.	Строительные машины	2,7
5.	Транспортное оборудование	7,4
5.1.	Автомобили	6,5
6.	Медицинское оборудование	4,1
7.	Коммерческое и сервисное оборудование	15,0
8.	Другое оборудование	7,1
	Всего	100,0

Благодаря высоким темпам интеграции промышленного и финансового капитала, лизинг превратился в мощный источник инвестиционного обеспечения банками потребностей ВИКС, а ряд японских лизинговых компаний стали крупнейшими в мире лизингодателями. Так, второй в мире по величине общей стоимости портфеля лизинговых контрактов (более 25 млрд. долл.) в настоящее время является японская корпорация «Orix Corporation». По показателю ежегодного объема нового лизингового бизнеса в состав ведущих в мире компаний входят японские лизинговые компании Tokio Leasing, Centure Leasing System, Sanwa Business Credit. Доля крупных лизинговых компаний с капиталом более 100 млн. йен на рынке лизинговых услуг Японии в 2000 г. составила 47,5% от стоимости всех заключенных в стране договоров лизинга. Удельный вес малых и средних лизинговых компаний (с капиталом менее 100 млн. йен) или индивидуальных фирм составлял 46,2%.

Таким образом, можно сделать вывод, что, благодаря целому ряду фундаментальных преимуществ, лизинг в последние годы превратился в эффективный инструмент инвестиционного обеспечения зарубежными банками потребностей ВИКС. Однако это стало возможным в связи с созданием для них благоприятного инвестиционного климата и предоставления ощутимых налоговых льгот и финансовых преференций.

2.3. Зарубежная практика участия банков в инвестиционном обеспечении потребностей ВИКС посредством ценных бумаг

Как известно, коммерческие банки за рубежом, взрослые на обслуживании потребностей торгового оборота, занимались, как правило, краткосрочными операциями и в начальный период индустриальной революции интереса к участию в промышленном капитале не проявляли, хотя национальные законодательства большинства стран мира этому не препятствовали. Однако, во второй половине XIX века после появления такого эффективного и удобного инструмента инвестирования, как акции, их активность в области интеграции промышленного и финансового капитала резко возросла.

Мировая практика участия банков в инвестиционном обеспечении ВИКС и анализ появившихся тенденций в развитии

банковского бизнеса в последние годы, свидетельствуют о резко возросшем значении долговых ценных бумаг как инструментов инвестиционного обеспечения потребностей их инновационного развития. Одной из главных предпосылок расширения масштабов применения банками из стран с развитой рыночной экономикой потенциала ценных бумаг для финансирования потребностей ВИКС стал заметно снизившийся уровень капитализации многих зарубежных банков после мирового финансово-экономического кризиса, заставивший их активнее использовать в качестве источника их инвестиционного обеспечения инструменты акционерного и долгового финансирования (табл. 2.3.1).

Таблица 2.3.1

Данные о снижении уровня капитализации крупнейших банков мира в посткризисный период¹⁹

	2007 г.	2009 г.	Изменение
Morgan Stanley	49	16	-67%
RBS	120	4,6	-96%
Deutsche Bank	76	10,3	86,4%
Credit agricole	67	17	85%
Societe General	80	26	67,5%
Barclays	91	7,4	92%
BNP Paribas	103	32,5	68%
Unicredit	93	26	72%
UBS	116	35	70%

Правильному пониманию преимуществ умелого использования банками потенциала ценных бумаг в качестве эффективных инструментов финансирования потребностей ВИКС способствует анализ их деятельности в качестве крупнейших институциональных инвесторов и наиболее опытных инвестиционных институтов на развитых фондовых рынках мира.

С практической точки зрения представляет интерес история формирования механизма использования банками США потенциала ценных бумаг для инвестиционного обеспечения крупных корпораций. Как известно, в результате принятия Закона Гласса-

¹⁹ Материалы из отчетов МФК за 2007–2008 г.г.

Стигала 1933 г. коммерческим банкам в США долгое время не разрешалось проведение операций с корпоративными ценными бумагами. В частности, им и их дочерним компаниям в США было запрещено выдавать гарантии по размещению ценных бумаг корпораций, выполнять поручения клиентов на их покупку и продажу, осуществлять инвестиции в корпоративные ценные бумаги. В результате таких ограничений на рынке корпоративных ценных бумаг США появились различные специализированные формирования, называемые брокерскими фирмами, дилерскими компаниями, инвестиционными банками, финансовыми альянсами и т.д.. Общее их число в середине 90-х годов прошлого века достигла 8200.

Три фундаментальных препятствия не позволяли долгое время объединить банковскую и коммерческую деятельность и создавать мегабанки или финансовые конгломераты в США:

1) Закон Гласса-Стигала, который поставил жесткие барьеры между банковским и реальным секторами экономики;

2) Закон о банковских холдинговых компаниях, который запрещал им владеть контрольными пакетами акций коммерческих банков;

3) Недоверие многих американцев к высокой концентрации промышленного и финансового капиталов.

Однако, несмотря на указанные запреты, зарубежные дочерние компании американских банков постепенно научились осуществлять активные операции с ценными бумагам, т.к. на них действие Закона Гласса-Стигала не распространялось. В настоящее время американские коммерческие банки являются членами Лондонской, Токийской, Гонконгской и других крупнейших фондовых бирж мира, что значительно расширяет их возможности для активизации операций с ценными бумагами.

На рис. 2.3.1 показаны результаты инвестиционной деятельности американских банков на рынке ценных бумаг США, раскрывающие структуру инвестиционных портфелей банков США и дающие более конкретное представление о масштабах их деятельности в роли институциональных инвесторов.

Несмотря на то, что коммерческие банки США действуют в условиях жёсткой конкуренции со стороны сильно развитых других финансовых институтов (инвестиционных и пенсионных фондов,

страховых компаний и т.д.), на долю ценных бумаг приходится около 40% общего объема внешнего финансирования корпораций США, в то время как в Германии и Японии эта величина составляет около 20%. [2.1.38]

Активными институциональными инвесторами на фондовом рынке США выступают нью-йоркские инвестиционные фирмы, работающие только с крупными корпоративными клиентами и не

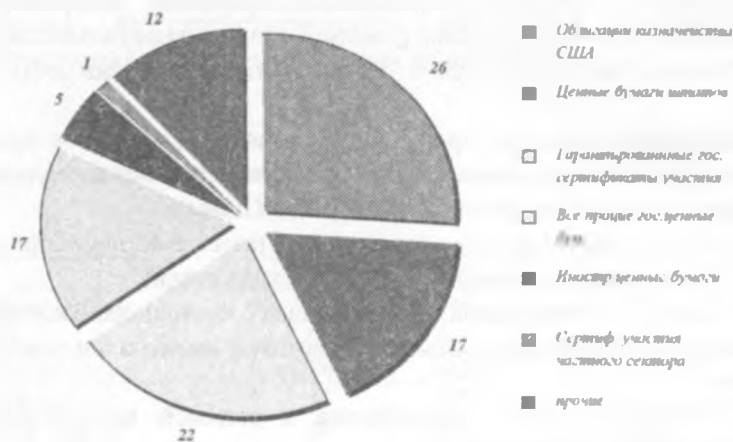


Рис. 2.3.1. Данные о структуре инвестиционных ценных бумаг в портфелях всех банков США²⁰

занимающиеся «розничными» операциями, носящие название инвестиционных банков или carriage trade houses. Наиболее успешными среди них считаются «Морган Стэнли», «Дональдсон Лафкин», «Беар Стернз» и другие.

Тесно связанной с американской моделью инвестиционной деятельности банков на фондовом рынке долгое время считалось модель инвестиционной деятельности банков Японии. Как известно, после второй мировой войны действовавшие ранее в этой стране ВИКС в форме «дзайбацу» были расформированы, а коммерческое банковское дело было в законодательном порядке отделено от

²⁰ Рисунок составлен автором на основе систематизированных данных из первоисточников

инвестиционной и банковской деятельности. В настоящее время японские банки стараются с помощью ценных бумаг осуществлять своё влияние через новые индустриальные группы, в результате уровень интеграции промышленного и финансового капиталов в этой стране заметно вырос. В то же время следует признать, что владение ими акционерным капиталом ВИКС существенно ограничено, т.к. японская финансовая практика отводит им только роль эффективных финансовых посредников на рынке ценных бумаг Японии.

Совершенно на других принципах строится функционирование модели организации фондового рынка в большинстве европейских стран, которая характеризуется отсутствием ограничений, налагаемых на коммерческие банки по операциям с акциями предприятий. К данной модели взаимодействия, получившей название «универсальной банковской системы», относятся банковские системы, разрешающие совмещение традиционной деятельности коммерческого банка с деятельностью компании по ценным бумагам. Подобные модели функционируют в Нидерландах, Германии, Франции и Швейцарии. В случае универсальной банковской системы коммерческие банки, являющиеся учредителями высокоинтегрированных корпоративных предприятий, предоставляют полный комплект не только традиционных банковских услуг, но и осуществляют все виды услуг, связанных с выпуском, размещением, обращением и погашением их ценных бумаг. В частности, коммерческие банки не только владеют акциями ВИКС или их дочерних предприятий, но и оказывают им широкий спектр посреднических услуг, снижая уровень принимаемых ими на себя рисков. В последние годы подход к организации инвестиционной деятельности банков, основанный на сочетании обычных банковских операций с большинством операций на рынке ценных бумаг, принят в качестве основного для всех стран объединенной Европы. В процессе реализации данного подхода ограничение рисков банковских инвестиционных операций осуществляется не «хирургическими» мерами прямого разделения функций, а путём введения специальных «встроенных» ограничителей, дестимулирующих чрезмерные инвестиции банков в ценные бумаги путём надлежащего

государственного контроля над инвестиционной деятельностью банковских институтов. В самом совершенном виде этот подход преобладает в Германии, где по законодательству исключительно банковские организации имеют право на основании специальной лицензии работать с финансовыми средствами клиентов как в области «классических» банковских операций, так и в области альтернативных видов инвестиционной деятельности.

В результате этого финансовая система Германии приобрела такие отличительные черты, как:

а) приоритет банковского сектора в развитии реального сектора национальной экономики, в результате чего банки владеют существенной частью капиталов большинства высоко интегрированных немецких корпораций;

б) широкое использование потенциала банковского финансирования потребностей крупных корпораций за счет использования банковских кредитов в качестве основного источника долгосрочного внешнего финансирования;

в) наличие фондового рынка, который оказался гораздо более развитым в сравнении со странами, ориентировавшимися на «англосаксонскую» модель;

г) явное господство на фондовом рынке коммерческих банков и почти полное отсутствие на финансовом рынке независимого от них инвестиционного бизнеса.

Наличие указанных факторов и ограничений, способствовало расширению масштабов использования банками Германии потенциала ценных бумаг для инвестиционного обеспечения ВИКС, сделав их полноправными партнерами последних и поставив под жёсткий контроль решение их финансовых вопросов. Например, крупнейший банк Германии - «Дойче банк» – владеет акциями ведущих национальных предприятий: «Даймлер-Бенц» (28,34%), «Филипп Холцман» (30%), «Карлсштатт» (25,08%) (рис. 2.3.2).

С другой стороны, преимуществом германской модели участия банков в составе высоко интегрированных корпоративных структур выступает то, что владея их акциями, банки могут контролировать своих растущих инновационных потребностей за счет недорогих долгосрочных банковских заемных средств. Тем самым высоко интегрированные корпоративные структуры Германии получают

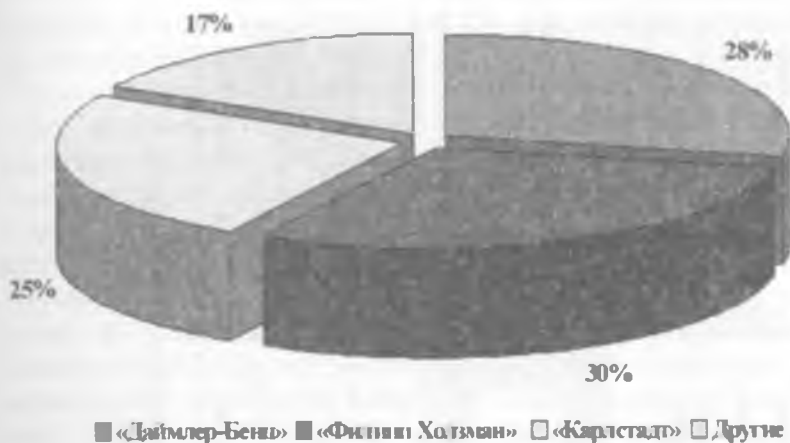


Рис. 2.3.2. Данные о владении «Дойче – банком» акциями крупнейших ВИКС Германии²¹

серьезные конкурентные преимущества в плане инвестиционного обеспечения их инновационных потребностей, что позволяет им занимать прочные позиции на мировых рынках и выдерживать жесткую конкурентную борьбу с всемирно известными транснациональными компаниями.

На рис. 2.3.3 показано содержание различных форм участия коммерческих банков Германии в инвестиционном обеспечении потребностей развития ВИКС посредством ценных бумаг.

Расширению представления о большом потенциале участия банков в инвестиционном обеспечении потребностей ВИКС способствует знакомство с опытом работы в этой области коммерческих банков Франции. Хорошо владея тактикой диверсификации, они постоянно вкладывают свои ресурсы в развитие крупных интегрированных промышленных предприятий, постоянно расширяют свое присутствие на рынке промышленного капитала. Известно, что коммерческие банки этой страны стали инициаторами проведения в конце 90-х годов прошлого века реформы всего биржевого рынка

²¹ Рисунок составлен автором на основании обработанных первоисточников



Рис. 2.3.3. Формы участия немецких банков в инвестиционном обеспечении потребностей ВИКС

Франции, в ходе которой биржевые маклеры потеряли монополию на совершение биржевых операций.

Усиливающаяся конкуренция в сфере традиционно банковских услуг заставила банки Франции в посткризисный период расширить масштабы своего участия в финансировании крупных инвестиционных проектов ВИКС, активизировать операции с их недвижимостью, а также сделки лизинга и факторинга, товарного арбитража. Однако, для достижения подобного сдвига в операционной деятельности банков регуляторам фондового рынка и рынка банковских услуг Франции потребовалось принятие комплекса институциональных мер, направленных на кардинальное изменение механизма инвестиционного обеспечения ВИКС за счет предоставления банкам особого статуса главных финансовых операторов их инновационного обновления. В результате банки, участвующие в инвестиционном обеспечении ВИКС, выступают сегодня в различных ролях, начиная от роли инвестиционного консультанта или андеррайтера, кончая функциями управляющей компании или финансового центра, осуществляющего все функции управления их финансовыми активами. Данный подход необходимо учитывать органам межведомственного экономического контроля Узбекистана, заинтересованным в активизации работы банков по инвестиционному обеспечению процессов модернизации стратегически важных предприятий республики.

Сравнивая преимущества и недостатки различных моделей участия банков в инвестиционном обеспечении потребностей ВИКС посредством инструментов акционерного финансирования, следует заметить, что к настоящему моменту почти все страны мира, введившие ограничения на инвестиционную деятельность банков, отказались от запрета коммерческим банкам проводить операции с акциями крупных корпоративных предприятий. В частности, в течение 70-х и 80-х годов прошлого века во многих развитых странах мира коммерческим банкам, либо непосредственно (Великобритания, Израиль, Испания), либо через дочерние компании (Канада, Бразилия) было разрешено с теми или иными ограничениями владеть акциями корпоративных бизнес-структур реального сектора экономики, производить их гарантированное размещение и выполнять

функции дилеров на рынке ценных бумаг. В условиях усиливающейся глобализации и нестабильности на финансовых рынках на смену высоко рискованным инструментам акционерного финансирования пришли инструменты долгового финансирования, в первую очередь, с помощью корпоративных облигаций (табл. 2.3.2).

По данным Банка международных расчетов совокупный объем внутренних рынков облигаций по состоянию на сентябрь 2007 года составил 55, 389 трлн. долл., что выше уровня декабря 2006 на 9%. Более половины указанного объема (29,188 трлн. долл.США) приходилось на эмитентов из числа финансовых институтов – 23 053,3 трлн. долл. и. субъекты нефинансового сектора - 135,4 трлн. долл. США²².

Таблица 2.3.2

**Структура портфельных инвестиций и клиентуры
банков в странах ЕЭС²³**

	Страна	Структура портфельных инвестиций (%)		Состав эмитентов коммерческого банка		
		Облигации	Акции	Индивид. вкладчики	Учреждения	Предприятия
1	Франция	80	20	50	20	30
2	Великобритания	20	80	75	25	-
3	Германия	80	20	50	25	25
4	Италия	75	25	95	5	-
5	Испания	80	20	90	-	10

В индустриально развитых странах объем эмиссии облигаций в 2010 году колебался на уровне от 15% до 65% от общего объема выпуска корпоративных ценных бумаг, что подтверждает их важную роль как альтернативного источника инвестиций²⁴.

Крупнейшим в мире внутренним рынком облигаций является рынок США (около 43% мирового), далее следует японский рынок (около 16%), рынок Германии (4,4%), Италии и Франции (примерно по 5%), Великобритании (2%) и другие. В последние годы заметно

²² В расчет данного показателя входит статистика по внутренним долговым рынкам 35 странам, в которые входят развитые и развивающиеся страны Европы, Азии и Америки

²³ Источник: Журнал «Деньги рынок и кредит» Менье Жан Мишель №11, 1999 г

²⁴ М. Финансы 2008. - № 7. С. 19

активизировались рынки «развивающихся стран», хотя в целом их объем пока что несопоставим с объемом рынков долговых ценных бумаг развитых стран.

Корпоративные облигации широко используются ВИКС сектора «высоких технологий» для финансирования новых инвестиционных проектов. Доля нефинансовых компаний среди эмитентов облигаций заметно различается: наиболее высокая – в США, Японии, Великобритании, Франции, низкая – в Германии и Италии. Среди инвесторов, приобретающих корпоративные облигации, доминируют финансовые институты и институциональные инвесторы, на долю которых обычно приходится до 80% всех вложений в корпоративные облигации.

Наиболее развитый рынок корпоративных облигаций существует в США, где на них приходится от 75 до 90% средств, привлекаемых путем публичной подписки на ценные бумаги. Среднемесячный объем торгов облигациями на американских биржах составляет порядка 20 млрд. долларов.

На рис. 2.3.4 показана динамика роста объемов корпоративных облигаций в обращении и уровня капитализации рынка акций в США. В конце 2007 года совокупная капитализация американского рынка корпоративных долгов (без учета займов финансовых

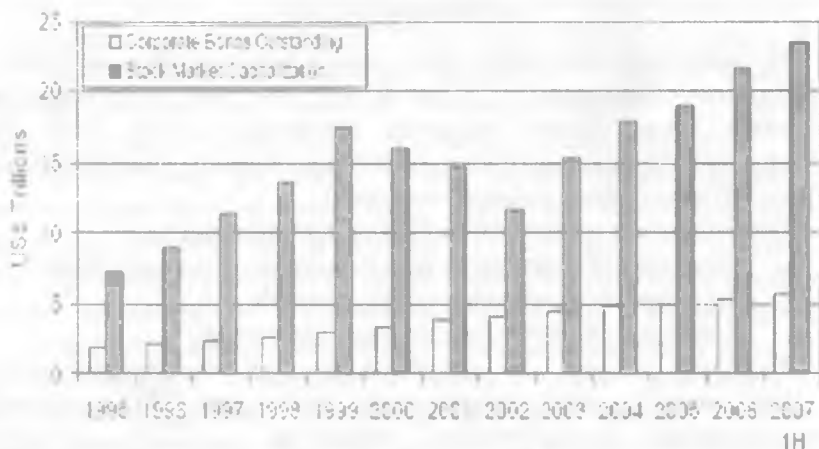


Рис. 2.3.4. Объем корпоративных облигаций в обращении и капитализация рынка акций в США, трлн. долл.

институтов и с учетом международных заимствований) составляла примерно 6,5 трлн. долл. США, тогда как капитализация национального рынка акций не превышала 23 трлн. долл. США

Объем внутреннего рынка корпоративных облигаций в США в 2007 году составляет 167,8% к ВВП в текущих ценах. В зависимости от принадлежности к различным отраслям в США обращается 5 основных видов корпоративных облигаций (рис. 2.3.5.):



Рис. 2.3.5. Отраслевая классификация корпоративных облигаций в США

На американском рынке преобладают долгосрочные облигации со сроком обращения от 25 до 40 лет, при этом в большинстве случаев такие бумаги являются отзывными через 7-10 лет. Американские корпоративные облигации бывают обеспеченными (secured) и не обеспеченными (unsecured).

Обеспеченные облигации в США подразделяются на:

- облигации, обеспеченные недвижимостью (mortgage bonds),
- облигации, обеспеченные оборудованием,
- облигации, обеспеченные ценными бумагами.

Как видно на рис.2.3.6, значительную роль на долговом рынке США играют институциональные инвесторы. Крупнейшими покупателями корпоративных облигаций в США являются иностранные инвесторы, далее следуют страховые компании и взаимные фонды (mutual funds). объем задолженности по долговым ценным бумагам этой страны в 2007 г. превышал 1,35 трлн. долл.



Рис. 2.3.6. Структура держателей корпоративных облигаций, Yankee Bonds и ABS в США²⁵

Особенностью американского фондового рынка в целом является развитая нормативная база, направленная на защиту прав инвесторов и предотвращение инсайдерской торговли. В частности в США с 1970 г. существует Корпорация по защите инвесторов (Securities Investor Protection Corporation), которая компенсирует потери инвесторов на сумму до 500 тыс. долл. США, из которых 100 тыс. могут составлять наличные, остальное – ценные бумаги. Данная организация является некоммерческой, её взносы образуются за счет участников – компаний по ценным бумагам.

Вторым в мире по своему объему является рынок долговых ценных бумаг Японии, совокупный внутренний объем задолженности по долговым ценным бумагам в 2008 г. превышал 8,7 трлн. долл. Доминирующую роль на рынке корпоративного долга Японии играют коммерческие и инвестиционные банки. Отличительной особенностью рынка корпоративных облигаций выступают жесткие правила выпуска облигаций, особенно в части требований к состоянию финансовой отчетности эмитента. Эмиссия любого облигационного займа здесь осуществляется только с участием его доверенного лица, выступающего в роли трастового банка.

²⁵ Данные SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association) приводятся по итогам 2007 г.

С точки зрения инвестиционного обслуживания ВИКС представляет интерес практика выпуска евроиенных облигаций, которые выпускаются за пределами Японии, но выражены в иенах. Расчеты по ним осуществляются через международные депозитарно-клиринговые системы Евроклир или Клеарстрим. Кроме них в обращении находятся облигации «Самурай», которые выпускаются в Японии иностранными заемщиками, а также облигации «Даймио», эмитируемые в Японии транснациональными корпорациями.

Как видно из табл. 2.3.3, корпоративные облигации в Японии отличаются самой высокой процентной ставкой среди всех долговых ценных бумаг этой страны, что делает их более привлекательными для иностранных и внутренних инвесторов и способствует расширению масштабов привлечения инвестиций для развития ВИКС. [2.1.38]

Таблица 2.3.3

**Процентные ставки и нормы доходности по различным
Финансовым инструментам в Японии в 2008 году**

Учетная ставка банка Японии	Ставка овернайт	Государственные 10-летние облигации	Процентные банковские облигации (5 лет)	Корпоративные облигации (12 лет)	Ставка по срочным вкладам
0,1	0,004	1,49	0,94	1,7	0,03

Спецификой облигационного рынка Германии является абсолютное преобладание банковских облигаций в структуре задолженности и ничтожная доля облигаций промышленных компаний (рис. 2.3.7). Как следствие, потребности в долгосрочном капитале для инновационного развития действующих здесь ВИКС удовлетворяются за счет банковского кредита, источником которого в значительной мере являются ресурсы, привлеченные за счет выпуска банками облигаций. [2.1.29]

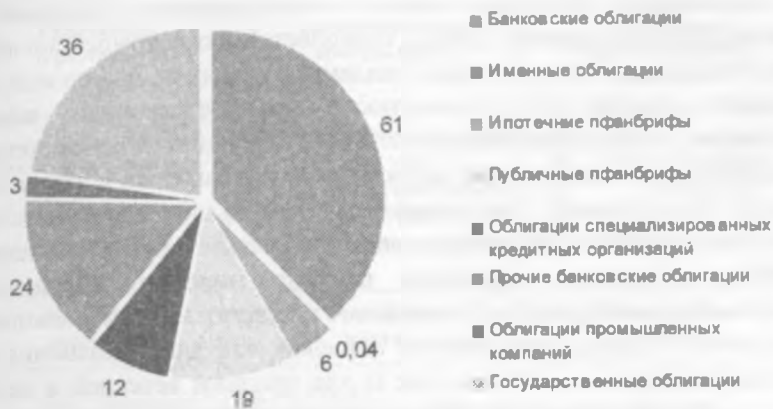


Рис. 2.3.7. Структура внутренней задолженности Германии % [2.1.38]

Большая часть банковских облигаций в Германии имеет листинг на биржах, однако торговля ими ведется в основном на внебиржевом рынке ценных бумаг этой страны.

Таким образом, практика развитых стран мира подтверждает, что с помощью эмиссии облигаций банки получают возможность привлекать значительные финансовые ресурсы для реализации крупномасштабных инвестиционных проектов ВИКС, обеспечивая их владельцам получение устойчивого процентного дохода и гарантии его первоочередной выплаты (по сравнению с дивидендами по акциям).

Усиливающаяся конкуренция за клиентов и растущая потребность в хеджировании рисков инвестиционной деятельности, связанных с финансированием программ развития ВИКС заставляет банковские институты использовать новые фондовые инструменты, позволяющие более активно участвовать в инвестиционном обеспечении ВИКС, и гораздо эффективнее хеджировать процентные риски по выпускаемым ими ценным бумагам. Основные современные методы хеджирования инвестиционных рисков, которые предлагают коммерческие банки, базируются на использовании фьючерсных контрактов и опционов, внедрении программ публичного размещения акций на зарубежных рынках капитала (IPO), а также процедур слияния и поглощений (M&A).

Применение указанных видов инвестиционных операций с использованием ценных бумаг, позволяет банкам компенсировать текущие потери текущими же доходами, которых не нужно ждать в течение многих лет. В частности, распространенным видом операций зарубежных банков являются операции с переводными векселями, выставляемыми высоко интегрированными корпоративными структурами - поставщиками товаров на их покупателей. Зарубежными банками, действующими в составе или по поручению ВИКС, в период устранения влияния мирового финансово-экономического кризиса стали активно использоваться возможности вторичного рынка казначейских векселей, как для пополнения их инвестиционных портфелей, так и для продажи векселей в целях получения наличности. В целом же казначейские векселя являются больше средством обеспечения ликвидности и не фигурируют в инвестиционных портфелях ВИКС или банков в качестве высокодоходных инструментов инвестирования.

Таким образом, можно сделать вывод, что в условиях усиливающейся конкуренции на развитых рынках ценных бумаг активизация роли банков в качестве институциональных инвесторов ВИКС позволит не только решить проблему финансирования потребностей их инновационного развития, но и повысить доходность и ликвидность банковского бизнеса, расширив клиентскую базу и подняв имидж банков среди участников финансового рынка.

Предрасположенность зарубежных банков оказывать воздействие на расширение масштабов или улучшение качества инвестиционного обеспечения потребностей ВИКС посредством ценных бумаг обусловлена тем, что многие из них способны оказывать широкий спектр услуг в роли опытных инвестиционных институтов, обеспечивающих все стадии выпуска, размещения и обращения этого сложного вида финансовых инструментов.

На рис. 2.3.8 показаны основные формы участия банков, выступающих посредниками ВИКС, в процессе использования инвестиционного потенциала ценных бумаг.

Оказывая широкий спектр услуг по обслуживанию жизненного цикла ценных бумаг, выпускаемых или приобретаемых ВИКС, зарубежные банки не только расширяют свою клиентскую ресурсную базу, но и повышают свой имидж среди участников



Рис. 2.3.8. Основные формы участия банков в роли инвестиционных институтов, обслуживающих ВИКС²⁶

финансового рынка, а также инвестиционную привлекательность национального фондового рынка.

Представляет интерес опыт организации посреднической деятельности банков для участников ВИКС на рынке ценных бумаг Нидерландов, который, нередко по праву, называют - исторически первым фондовым рынком мира. На сегодняшний день Нидерланды по размерам капитализации рынка акций, задолженности по долговым ценным бумагам, биржевому обороту по этим инструментам входят в десятку крупнейших мировых фондовых рынков. [2.1.38] Начиная с 90-х годов, в Нидерландах практически отсутствуют какие бы то ни было существенные ограничения на структуру активов коммерческих банков, что привело к высокой степени диверсификации их инвестиционной деятельности в составе действующих здесь ВИКС, а также повышению имиджа данных институтов на зарубежных и международном финансовых рынках. В частности, они могут выполнять функции опытных инвестиционных консультантов, профессиональных андеррайтеров, финансовых брокеров, надежных реестродержателей и трансферагентов, клирингово-рассчетных центров и трастодержателей. В отличие от специализированных инвестиционных институтов, услуги

²⁶ Рисунок составлен автором

коммерческих банков бывают дешевле и качественнее, т.к. они обладают мощными базами данных и профессиональными финансовыми аналитиками, хорошо владеющими складывающейся конъюнктурой фондового рынка.

Процессы либерализации национального рынка капитала и дерегуляции финансового бизнеса привели к появлению в Нидерландах универсальных банков нового типа, предоставляющих своим клиентам широкий спектр услуг, включающий услуги коммерческого банка в традиционном его понимании, инвестиционного банка в качестве брокерско - дилерской компании, а также и услуги страховой компании («bankinsurance»).

Важным направлением деятельности банков, выступающих в качестве инвестиционных посредников на рынке ценных бумаг. Голландии, выступает участие в андеррайтинговых операциях, т.е. операциях по первичному размещению акций и облигаций ВИКС, которые обычно осуществляются по открытой, либо закрытой подписке при активном взаимодействии с синдикатами андеррайтеров.

Создавая привлекательные условия для приобретения клиентами акций ВИКС, голландские банки мобилизуют временно свободные средства обслуживаемой клиентуры, направляя их на кредитование наиболее перспективных инвестиционных проектов данной категории клиентов.

Распространение акций (паев), эмитируемых ВИКС или их участниками, обычно происходит через широкую сеть филиалов голландских банков (более 60 %) и по прямым каналам маркетинга (около 30%), а оставшаяся часть ценных бумаг ВИКС распространяется через независимых посредников. Комиссионные по сделкам андеррайтинга ценных бумаг, распространяемых таким способом, для андеррайтинговых синдикатов обычно не превышают 1,5 %. 72 процента активов нидерландских институциональных инвесторов находятся под управлением независимых управляющих, среди которых огромная ниша (около 50 %) занята группой Robeco. В Robeco Groer являющейся крупнейшей управляющей компанией в Европе (основана в 1933 г в Роттердаме), количество инвесторов в фондах, находящихся под управлением этой компании превышает 1 000 000 физических и юридических лиц по всему

миру, размер активов под её управлением превышает - 100 млрд евро. [2.1.40]

Примечательно, что на коммерческие банки Нидерландов, обслуживающие потребности высокоинтегрированных корпоративных предприятий на рынке ценных бумаг, накладываются жесткие обязательства по прохождению аудиторских проверок, раскрытию финансовой информации, публикации проспектов эмиссий, полугодовых и годовых отчетов и т.п. Обращает внимание тот факт, что для коммерческих банков, осуществляющих инвестиционное обеспечение ВИКС, законодательство Нидерландов предусматривает наличие существенных налоговых льгот, размер которых зависит от масштабов и структуры вложенных ими активов.

Подтверждением высокого авторитета банков Нидерландов, как инвестиционных посредников, служит тот факт, что под управлением банков и их дочерних структур находится половина всех инвестиционных фондов страны. О росте авторитета данного вида инвестиционных институтов свидетельствует тот факт, что активы инвестиционных фондов за последние 5 лет увеличились более чем в 4 раза.

Центральным звеном институциональной инфраструктуры рынка ценных бумаг Нидерландов выступают компании по ценным бумагам. Доля компаний по ценным бумагам (*investment firms*) в активах финансовой системы этой страны невелика, однако большинство из них – дочерние структуры банков (*Rabo Securities, ING Barings, Mees&Hope, Pierson* и т.п.), что является еще одним подтверждением их высокой конкурентоспособности. Среди основных брокеров, обслуживающих потребности высокоинтегрированных корпоративных структур, на крупнейшей в мире нидерландской бирже - *Euronext Amsterdam*, большинство также составляют банки.

Нидерландские банки одними из первых в Европе начали заниматься страхованием различных аспектов деятельности ВИКС. Одной из первых стала оказывать эти услуги бельгийско-нидерландская банковская группа «*Fortis*», обслуживающая крупнейшие высокоинтегрированные предприятия и транснациональные компании мира.

Анализируя опыт работы зарубежных банков, выступающих в качестве инвестиционных институтов, обеспечивающих инвестиционные потребности развития ВИКС, следует подчеркнуть, что она строится с учетом следующих факторов:

1) фактор внутренней конкуренции, который инициирует представление инфраструктурных институтов как организаций, деятельность и продукты которых требуют одобрения со стороны участников рынка, такого же, какого требуют, например, услуги арбитражной системы;

2) фактор постоянного совершенствования базового продукта инфраструктурной деятельности банков, формирующий представление о них как об организациях, ответственных за поддержание развития рынка ценных бумаг и рынка инвестиционных кредитных ресурсов;

3) фактор внешней конкуренции: инициирует представление о них, как организациях, позиционирующих национальные интересы внутренних инвесторов на зарубежных рынках капитала, так же, допустим, как консульские агентства представляют административные интересы своих граждан в иных юрисдикциях.

Интересный опыт организации инвестиционного обеспечения банками процессов модернизации интегрированных корпоративных структур посредством ценных бумаг накоплен в Китае, где для этой цели создана солидная правовая база, включающая более 300 законов и иных нормативных актов в области банковского, фондового и хозяйственного законодательства. [3.24] Не случайно, в своём докладе на IV сессии ВСНП десятого созыва в марте 2006 года Премьер Госсовета КНР Вэнь Цзябао особо подчеркнул «необходимость активизации перевода крупных госпредприятий на акционерную систему с целью ускоренного формирования крупных корпораций и промышленных групп, обладающих международной конкурентоспособностью».²⁷

Особый интерес представляет использование китайскими банками для этих целей потенциала корпоративных облигаций государственных и негосударственных акционерных

²⁷ Газета «Жэньминь жибао» от 16 сентября 2003 г. С. 4

предприятий, выпуск которых в КНР базируется на разрешительной основе и подлежит квотированию на общегосударственном уровне. Ежегодно Госсовет КНР распределяет подобного рода квоты между предприятиями как центрального, так и местного подчинения по различным секторам экономики. Однако несмотря на высокие темпы роста рынка корпоративных облигаций за последние 3 года, наиболее перспективными сегментами формирующегося рынка корпоративных ценных бумаг Китая сегодня является рынок акций, позволяющий привлекать свободные инвестиционные ресурсы иностранных и внутренних инвесторов для модернизации ключевых предприятий наиболее конкурентоспособных отраслей национальной экономики. В результате скоординированных мер государства, финансовых институтов и самих китайских компаний из года в год растут объёмы эмитируемых ими ценных бумаг, позволяющих привлекать свободные средства юридических лиц и сбережения населения для нужд модернизации. Только за период с 1990 по 2005 гг. на основе эмиссии акций крупнейшие китайские компании мобилизовали на нужды своего инновационного обновления инвестиционные средства на общую сумму в 1,353 трлн. юаней (170 млрд. долл.)²⁸. Только за период с 2001 по 2005 гг. общее число индивидуальных инвесторов в Китае возросло с 61,2 до 73,3 млн. человек²⁹. К концу 2006 г. в Китае насчитывалось 135 акционерных компаний, разместивших свои акции на внешнем рынке и аккумулировавших за счет акционерного внешнего финансирования почти 73 млрд. долл.; в целом зарубежные эмиссии обеспечивали в 2010 году примерно треть инвестиционных средств, привлекаемых китайскими корпорациями на рынке акций. Банки Китая принимают активное участие в организации программ публичного размещения акций стратегически важных предприятий как на внутренних, так и на зарубежных биржевых площадках. Если в 2003 г. объём первичного размещения акций китайских компаний в Гонконге составил 7,5 млрд. долл. США (85% общей суммы первичных размещений на Гонконгской фондовой бирже в 2003 г.), то в 2005 г. этот показатель увеличился более чем в 2 раза, достигнув

²⁸ Данные статистического сборника «Чжунго тунцзи ниньцзинь» – Пекин, 2006. С. 790

²⁹ Данные статистического сборника «Чжунго тунцзи ниньцзинь» – Пекин, 2006. С. 789

уровня 18,8 млрд. долл. США. В 2006 г. накануне мирового финансово-экономического кризиса объемы привлеченных иностранных инвестиций на нужды инновационного развития ключевых предприятий Китая превысили 33 млрд. долл. США, т.е. за год данный показатель вырос почти в 2 раза. Биржевые операции с ценными бумагами компаний КНР обеспечивают 55% оборота Гонконгской фондовой биржи, причём спрос на китайские акции, как правило, значительно превышает предложение.

Активное участие банков КНР в обеспечении потребностей развития ВИКС позволило, с одной стороны, обеспечить «естественное» повышение капиталоемкости предприятий реального сектора национальной экономики в связи с её прогрессивной отраслевой и технико-технологической перестройкой, широко-масштабным строительством объектов производственной и социальной инфраструктуры. С другой стороны, конструктивная позиция их менеджеров в процессе инвестиционного обеспечения программ модернизации ключевых предприятий Китая проявилась в консервации практики нерационального растягивания фронта строительных работ, замораживания инвестированных средств в «незавершёнке», хаотичного создания избыточных мощностей в отдельных секторах национальной экономики. [3.24]

Учитывая большие страновые различия в масштабах и принципах организации инвестиционной деятельности банков по обслуживанию инновационных потребностей ВИКС, представляет интерес анализ первого опыта организации данной деятельности в странах СНГ, специфика которых намного ближе для Узбекистана.

Возрастающее значение банков как активных участников становления ВИКС обусловлено тем, что в силу своего исторически сложившегося статуса и способности выполнять широкий спектр функций на этом сегменте финансового рынка они оказались более подготовленными выступить подлинными локомотивами процесса становления этой прогрессивной формы хозяйствования в странах с переходной экономикой. Другой важной предпосылкой активизации инвестиционной деятельности банков в данном направлении выступает наличие у них высокого уровня капитализации, наличия мощных баз данных и

высококвалифицированного персонала. С другой стороны, к освоению этого рынка их толкает появление новых конкурентов с более благоприятной структурой затрат, постоянное давление со стороны других финансовых институтов, сопровождающееся снижением издержек инвестирования, внедрением комплексного подхода к созданию финансовых продуктов.

Наиболее сложной формой участия банков в обеспечении потребностей ВИКС является участие в организации вывода их ценных бумаг на зарубежные рынки капитала. Эффективным инструментом реализации данной проблемы выступает активное участие банков в подготовке и проведении программ вывода акций ВИКС или их участников на зарубежные рынки капитала с помощью так называемых программ IPO, получивших широкое распространение за рубежом.

Главные цели участия банков из стран СНГ в процессе реализации программ публичного размещения акций ВИКС на зарубежных рынках капитала показаны на рис. 2.3.9.

Об эффективности участия банков в реализации программ публичного размещения акций российских компаний на зарубежных рынках капитала свидетельствуют данные Таблица 2.3.4.

В России за период с 1996 по 2006 гг. российским эмитентам удалось привлечь порядка 23 млрд. долл. США. С каждым годом увеличивается не только количество компаний, использующих фондовый рынок как канал привлечения дополнительного капитала в предприятия. С каждым новым размещением увеличивается объем привлекаемых ресурсов: в 1996 г. ОАО «Вымпел-коммуникации» привлекло на американском фондовом рынке NASDAQ 115 млн. долл. США, в то время как самой крупной на начало 2007 г. по объему аккумулированных средств остается компания ОАО «Роснефть», которая привлекла 10,4 млрд. долл. США.

По мнению зарубежных специалистов, реализация программ публичного размещения акций в странах СНГ имеет для ВИКС следующие преимущества:

- IPO позволяет компании стать конкурентоспособной на международном уровне;
- IPO позволяет компании проводить более эффективную политику слияний и поглощений через оплату собственными акциями;

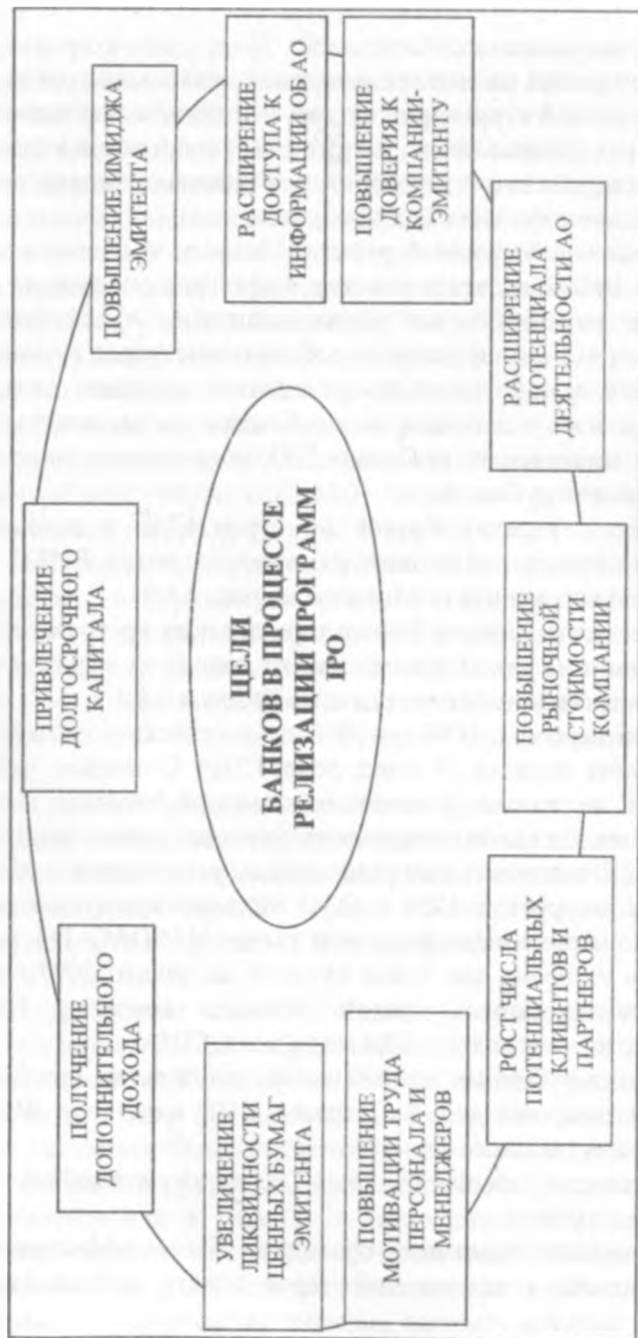


Рис. 2.3.9. Главные цели участия банков в реализации программ публичного размещения акций ВНКС

Таблица 2.3.4

Данные о результатах публичного размещения акций
российских компаний на зарубежных рынках капитала

Годы	Количество сделок IPO	Объёмы публичного размещения (долл. США)
2003	3	320 млн.
2004	5	640 млн.
2005	13	4,5 млрд.
2006	23	17,6 млрд.
2007	38	23,6 млрд.
2008	13	1,9 млрд.
2008	12	1,3 млрд.

- IPO помогает привлечь и мотивировать через опционные схемы в компанию ценных высокопрофессиональных специалистов;
- При проведении программы IPO компания меняет статус частной на статус публичной компании³⁰.

В настоящий момент наиболее привлекательными с точки зрения потенциальных эмитентов из стран СНГ выглядят лондонская и франкфуртская биржи (DB). Основным преимуществом выпуска акций на данных биржах является высокоразвитая инфраструктура организации размещений, листинга и обращения акций мелких и средних компаний

Отмечая преимущества внедрения программ IPO, следует отметить ряд связанных с ними негативных моментов, главными из которых для ВИКС из стран СНГ являются следующие. Во-первых, IPO – дорогостоящий и длительный процесс. Совокупная стоимость услуг организатора, биржи, аудитора, налогового консультанта и регулирующих органов может превышать 10% от суммы привлеченного финансирования в зависимости от размера предложения, а срок активной подготовки к выпуску может составлять более года.

Во-вторых, при подготовке к выходу на зарубежные рынки капитала менеджмент компаний столкнулся с существенным противодействием отдельных групп акционеров, что связано с нежеланием терять негласный контроль над акционерным бизнесом и финансовыми потоками.

³⁰ Deutsche Börse, «Issuers Guide to the Stock Market», May 2002, page 29

В-третьих, реализации программ публичного размещения акций препятствует низкий уровень концентрации производства в большинстве стран СНГ. В ситуации, когда компания с оборотом в 100 млн. долл. США считается крупной, сложно рассчитывать на высокий интерес к ее акциям как со стороны низколиквидных внутренних рынков, так и со стороны развитых рынков, на которых даже гораздо большие компании относят к секторам малого бизнеса (small caps). В такой ситуации для большинства отраслей национальных экономик необходимо прохождение первоначальной концентрации бизнеса через прямые покупки мелких конкурирующих компаний более крупными игроками с их последующим выходом на публичные рынки капитала.

В-четвертых, сказывается ограниченность внутреннего рынка корпоративных ценных бумаг, отсутствие массового спроса на акции предприятий реального сектора экономики, а также его фрагментарность и низкий уровень ликвидности из-за неразвитости вторичного рынка акций и облигаций.

Основная проблема на пути активизации рынка акционерного финансирования в странах СНГ заключается в недооцененности перспектив роста стоимости ценных бумаг предприятий многих эмитентов при выводе их на внешний рынок. В результате для компаний с размером выручки 20-30 млн. долл. США выгоднее обращаться к долговым инструментам, которые не позволяют их держателям разделить долю акционеров в будущих потоках компании или к венчурным фондам. Выход на рынок акций представляется для компаний из стран СНГ выгодным только при обороте бизнеса в объеме не менее 50-70 млн. долл. США и темпах его роста до 10% годовых.

Обращает на себя внимание и тот факт, что процент граждан в странах СНГ, инвестирующих свои средства в ценные бумаги, не превышает 1% от общей численности населения, в то время как в Соединенных Штатах Америки этот показатель достигает 30%. Как следствие, доля таких инвестиций в экономиках большинства стран СНГ составляет около 1.2%, от объемов ВВП, тогда как в США эта цифра достигает 75%³¹.

³¹ По данным информационного агентства CBandco RU, investfunds.ru

Наряду с преимуществами, участие банков в мобилизации капитала для ВИКС с внешнего рынка инвестиций связано с рядом существенных проблем, включая то, что проведение программы IPO требует больших затрат и высокой профессиональной подготовки банковского персонала и других их организаторов. При малых объемах размещения акций затраты составляют 150-400 тыс. долл., при больших объемах эмиссии - до 1 млн. долл., за исключением выплат комиссионных процентов андеррайтерам в объеме 6-10% от привлеченных в результате IPO средств. Кроме того, не следует забывать, что время, необходимое для подготовки размещения акций первичного публичного размещения, может занимать от нескольких месяцев до нескольких лет.

И наконец: успешное проведение первичного публичного размещения акций невозможно без своевременного и полного раскрытия информации о деятельности ВИКС на основании признанных международных стандартов, что не всегда совпадает с возможностями и интересами владельцев контрольных пакетов акций, т.к. может привести к частичной потере ими контроля над акционерными предприятиями.

Обобщая опыт участия банков в инвестиционном обеспечении ВИКС, действующих на территории СНГ, следует признать, что, к сожалению, во многих из них за последнее десятилетие имел место неудачный опыт участия банковских институтов в процессах создания и функционирования финансово-промышленных групп. Чаще всего их роль была сведена до положения организаторов заурядного бухгалтерского учета или функций расчетно-кассового подразделения ФПГ. В отдельных случаях организаторы ФПГ из этих стран рассматривали банки не как равноправных партнеров по интеграции финансового и промышленного капитала, а как закрепленных за ними финансовых операторов, выполняющих роль «финансовых кошельков».

К числу других барьеров на пути активизации роли банков в качестве институциональных инвесторов, стратегических кредиторов или опытных трастовых управляющих их активами можно отнести несовершенство законодательной базы инвестиционной деятельности, затянувшиеся процедуры принятия пакетов законодательных актов, обеспечивающих стабильный правовой режим хозяйственной деятельности иностранных инвесторов и рост

инвестиционной привлекательности крупных эмитентов базовых отраслей национальных экономик.

Таким образом, можно утверждать, что обладающие широким спектром критериев конкурентоспособности по сравнению с другими финансовыми институтами, зарубежные коммерческие банки, способны стать подлинными супермаркетами финансовых услуг для инновационного развития ВИКС. Однако только наличия предпосылок активизации посреднической инвестиционной деятельности банков в составе ВИКС недостаточно, т.к. от организаторов формирующихся рынков ценных бумаг требуются целенаправленные усилия по созданию благоприятных условий для расширения масштабов деятельности банков в роли крупнейших институциональных инвесторов и наиболее опытных инвестиционных посредников.

В заключение данного параграфа можно отметить, что дальнейшая глобализация мировых финансовых рынков и интернационализация общественного производства превращает высоко интегрированные корпоративные структуры в главных ускорителей научно-технического прогресса и заставляет их прибегать к использованию огромного инвестиционного потенциала банковских институтов, способных обеспечить своевременное и качественное финансирование процессов модернизации реальных секторов национальных экономик. В то же время сами коммерческие банки большинства развитых и развивающихся стран мира становятся заинтересованными участниками указанных инвестиционных процессов в качестве соучредителей, стратегических инвесторов, либо опытных инвестиционных посредников ВИКС, т.к. это повышает их конкурентоспособность, расширяет ресурсную и клиентскую базу банковского бизнеса, обеспечивая качественно новый уровень устойчивости банковских институтов.

Безусловно, описанный выше зарубежный опыт участия коммерческих банков по участию в обеспечении ВИКС нельзя слепо копировать в условиях переходной экономики Узбекистана. Тем не менее, эволюция становления и современный уровень участия зарубежных банков в обеспеченности инвестиционных потребностей модернизации ВИКС представляется небезынтересным с точки зрения поиска возможных путей адаптации механизма использования потенциала ценных бумаг для привлечения инвестиций на нужды модернизации ключевых предприятий, базовых отраслей экономики Узбекистана.

ГЛАВА 3. СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ УЧАСТИЯ БАНКОВ В ИНВЕСТИЦИОННОМ ОБЕСПЕЧЕНИИ ПРОЦЕССОВ МОДЕРНИЗАЦИИ СТРАТЕГИЧЕСКИ ВАЖНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ УЗБЕКИСТАНА.

3.1. Предпосылки активизации банков в инвестиционном обеспечении стратегически важных предприятий Узбекистана

Растущие масштабы проводимых в стране экономических социальных преобразований вкладывает особые задачи на стратегически важных предприятий республики, составляющие стержень реального сектора экономики Узбекистана.

Отличительной особенностью рассматриваемой категории субъектов хозяйствования, к которой относятся национальные холдинговые компании, государственные акционерные компании, крупные совместные предприятия и финансовые альянсы с участием крупных иностранных предприятий, являются большие масштабы и высокий уровень диверсификации производства. Наличие данной особенности, а также ответственные задачи, которые они выполняют в переходный период в структуре реального сектора национальной экономики, предопределяют постоянный спрос на инвестиции, необходимые для модернизации, технического и технологического обновления производства, а также выпуска конкурентоспособной продукции.

Усиливающаяся потребность в наращивании масштабов инвестиционного обеспечения программ инновационного развития стратегически важных предприятий (далее-СВП) Узбекистана заставляет государство искать наиболее активных участников данного процесса и внедрять дополнительные стимулы для их экономического стимулирования. Как показывает представленный в предыдущей главе опыт стран с переходной экономикой, темпы и качество институционального укрепления механизма инвестиционного обеспечения СВП в значительной степени зависят от активности банковских институтов, способных устранить многие из существующих барьеров на пути наращивания объемов их финансирования.

Предрасположенность коммерческих банков оказывать позитивное влияние на процессы расширения масштабов финанси-

рования данной категории предприятий обусловлена тем, что многие из них способны выполнять функции наиболее крупных институциональных инвесторов, надежных профессиональных посредников, а также эффективных финансовых супермаркетов по оказанию широкого спектра услуг инвестиционного характера.[2.1.1]

К числу основных внешних факторов, влияющих на активизацию их деятельности по инвестиционному обеспечению потребностей стратегически важных предприятий (СВП), следует отнести растущие масштабы глобализации и интернационализации финансовых рынков, усиливающуюся во всем мире тенденцию к повышению уровня интеграции финансового и промышленного капитала, а также традиционно высокий авторитет банков в глазах иностранных инвесторов.

Возрастающая потребность активизации деятельности банков по инвестиционному обеспечению программ развития СВП Узбекистана диктуется необходимостью значительного расширения масштабов и повышения качества модернизации реального сектора национальной экономики. Данный процесс формируется под воздействием как внешних, так и внутренних факторов, оказывающих существенное влияние на структурные изменения в экономической и социальной жизни республики.

Всю совокупность внутренних факторов, оказывающих воздействие на активизацию деятельности банков по инвестиционному обеспечению потребностей инновационного развития стратегически важных предприятий, следует разделить на две большие группы. Первая из них связана с высоким уровнем изношенности основных производственных фондов, низким уровнем маркетинговых исследований потенциального рынка сбыта продукции, отсутствием во многих предприятиях взвешенных стратегий инновационного развития предприятия, а также недостаточным уровнем профессионализма менеджеров и неразвитостью национальной инвестиционно-финансовой инфраструктуры. Сами предприятия не в состоянии кардинальным образом решить проблему привлечения необходимых объемов инвестиций в форме долгосрочных кредитов, лизингового оборудования или вложений в их ценные бумаги. Из всех категорий финансовых институтов, только коммерческие банки в силу высокого уровня капитализации, высокой степени

диверсификации своей деятельности, а также наличия необходимых человеческих и информационных ресурсов способны оказать практическую помощь данной категории предприятий в деле финансирования программ их инновационного обновления.

Вторая группа факторов, способствующих активизации участия банков в финансировании потребности развития СВП, обусловлена растущей заинтересованностью самого банковского сектора в дальнейшей интеграции промышленного и финансового капитала, без которой экономике Узбекистана невозможно будет занять достойное место в международном разделении труда, выжить в условиях устранения негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса.

Немаловажной причиной активизации инвестиционной активности банков в реальном секторе экономики Узбекистана выступает усиливающаяся с каждым годом общемировая тенденция к универсализации банковского бизнеса, вызванная ростом конкуренции между коммерческими банками и небанковскими институтами, сокращением банковской маржи и потребностью в расширении спектра новых банковских продуктов.

Важной предпосылкой расширения масштабов инвестиционной активности банков Узбекистана выступает наличие целого ряда благоприятных обстоятельств, включая обеспечения устойчивых темпов экономического роста и макроэкономической стабильности, положительные сдвиги в структурной политике государства, направленные на диверсификацию и модернизацию национальной экономики.

Не менее важной предпосылкой активизации роли банков в решении данной проблемы выступает наличие достаточного запаса прочности для устойчивой и бесперебойной работы банковских институтов на этом капиталоемком и высоко-рискованном направлении реформирования национальной экономики. Достаточно напомнить, что совокупный капитал банков республики по сравнению с 2007 годом увеличился на 40%, а в период до 2010 года этот важный показатель удвоился. Совокупная текущая ликвидность банковской системы республики в настоящее время составляет в эквиваленте свыше 1,5 млрд. долл. США что в 10 раз превышает объем предстоящих платежей по внешним негосударственным заимствованиям.

Подтверждением возросшего уровня устойчивости отечественного банковского сектора служит получение банковским сектором Узбекистана рейтинга «стабильный» от одного из самых влиятельных рейтинговых агентств мира «Мудис» сразу по трем позициям: стабильность банковско-финансовой системы; долгосрочный депозитный рейтинг в национальной валюте; долгосрочный депозитный рейтинг в иностранной валюте. Кроме этого, известное международное рейтинговое агентство «Фитч» присвоило рейтинг «стабильный» таким банкам республики, как «Пахта-банк», «Хамкорбанк», «Узпромстройбанк» и «Асака-банк».

И наконец, третьей важной предпосылкой активизации инвестиционной деятельности коммерческих банков, связанной с обслуживанием СВП, выступает усиление конкурентной борьбы на национальном финансовом рынке за клиентов и появление у них реальных стимулов участвовать в инновационном развитии стратегически важных предприятий Узбекистана. Не случайно в 2010 году за счет всех источников финансирования в различные инновационные программы и инвестиционные проекты предприятий реального сектора было вложено инвестиций в размере 6,4 млрд. долл. США с ростом по сравнению с 2007 годом на 28,3%, а объем инвестиций по отношению к ВВП составил 23,0%. При этом около половины всех освоенных инвестиций было направлено на модернизацию и техническое перевооружение предприятий базовых отраслей экономики республики. Обращает на себя внимание четко выраженная в посткризисный период тенденция к устойчивому росту объемов иностранных инвестиций, направляемых на нужды инновационного развития стратегически важных предприятий нефтегазового, химического, горно-добывающего комплексов, а также сфер связи и транспорта Узбекистана. В 2010 году общий объем освоенных иностранных инвестиций по республике составил около 1,9 млрд. долл. США с ростом против 2007 года на 46%. Примерно три четверти вложенных в экономику республики иностранных инвестиций составили прямые инвестиции, что свидетельствует о растущем интересе стратегических инвесторов к экономике Узбекистана, несмотря на негативные последствия мирового финансового кризиса. В результате такого значительного притока инвестиций на нужды инновационного развития ключевых предприятий реального сектора экономики, а также последо-

вательного внедрения программ локализации производства по многим видам промышленной продукции в последние годы в республике сокращена или полностью исключена зависимость от импортных поставок.

В числе решающих преимуществ коммерческих банков, которые должны способствовать расширению масштабов их участия в инвестиционном обеспечении потребностей СВП, следует отнести:

а) относительно высокий уровень капитализации банковского бизнеса, позволяющий отвлекать значительные средства на инвестиционные вложения в акции данной категории эмитентов;

б) хорошую ресурсную базу коммерческих банков, позволяющую им обеспечивать принимаемые на себя обязательства в качестве поставщиков инвестиционных кредитов, а также лизингового оборудования;

в) высокий рейтинг среди участников финансового рынка по сравнению с другими потенциальными профессиональными инвестиционными посредниками или институтами коллективного инвестирования;

г) большую гибкость в использовании капитала, открывающую большие возможности для работы с ценными бумагами данных предприятий на биржевом и внебиржевом рынках ценных бумаг Узбекистана;

д) способность к компенсации колебаний цен на те или иные ценные бумаги данной категории эмитентов, находящиеся в инвестиционных портфелях коммерческих банков;

е) способность к обслуживанию широкого спектра потребностей стратегически важных предприятий, адекватных фазам жизненного цикла выпускаемых или приобретаемых ими ценных бумаг;

ж) способность к оказанию широкого спектра консалтинговых услуг по разработке конкурентоспособных стратегий инвестиционного обеспечения данных предприятий и эффективному контролю за деятельностью их дочерних структур;

з) высокую степень надежности инвестиционных операций банков с ценными бумагами данной категории предприятий за счет жесткого контроля за их деятельностью со стороны Центральных банков.

Обладание такими существенными критериями конкурентоспособности открывает широкие возможности коммерческим банкам

Узбекистана использовать широкий спектр инструментов финансирования программ инновационного развития СВП, республики.

Важной предпосылкой активизации посреднических функций банков в процессе управления инвестиционными активами стратегически важных предприятий выступает наличие у них мощных баз данных о состоянии различных сегментов финансового рынка Узбекистана и высококвалифицированного персонала, владеющего методами инвестиционного менеджмента.

Помимо указанных выше предпосылок, потребность банков в расширении масштабов и повышении качества услуг для данной категории предприятий обусловлена появлением у них серьёзных конкурентов на финансовом рынке Узбекистана в лице других финансовых институтов с более благоприятной структурой затрат (инвестиционные фонды, страховые компании, лизинговые компании, микрофинансовые организации и т.д.).

Говоря о предпосылках расширения масштабов данной деятельности, нельзя забывать о том, что успех или неудачи в деле инвестиционного обеспечения банками потребностей модернизации стратегически важных предприятий определяют три элемента, показанные на рис. 3.1.1.

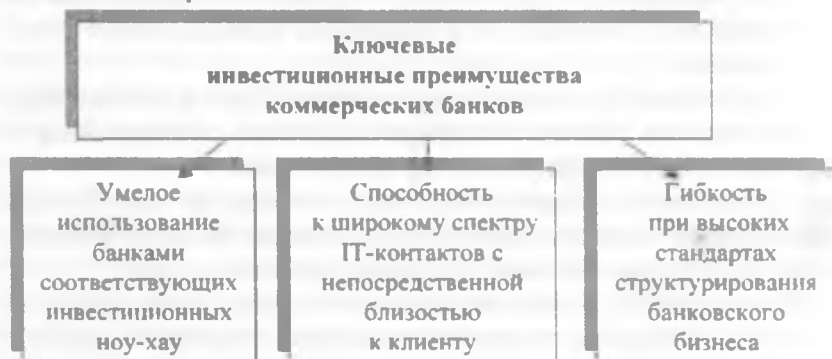


Рис. 3.1.1 Основные инвестиционные преимущества коммерческих банков

Первым преимуществом банков является операционное превосходство за счёт умелого применения соответствующих управленческих ноу-хау, заключающихся в использовании услуг третьих лиц, а также достижении гибкости в комбинациях и

рекомбинациях инвестиционных инструментов. При этом банк рассматривается как «сборочная линия» различных финансовых продуктов с гибкой ориентацией на инновационные запросы СВП и их дочерних структур.

Вторым обязательным условием достижения успеха банковских институтов на финансовом рынке выступает их способность осуществлять расширенные в правильной комбинации IT-контакты с непосредственной близостью к партнёрам и клиентам СВП.

Третьим преимуществом банков служат высокий уровень гибкости оказываемых ими услуг при высоком уровне структурирования банковского бизнеса с учётом международных стандартов банковского надзора.

Возрастание роли банков в качестве наиболее активных инвестиционных посредников данной категории предприятий Узбекистана обусловлено необходимостью соблюдения ими таких общепринятых стандартов успешного банковского бизнеса, как:

- постоянная нацеленность на поиск быстрых и гибких путей решения финансовых проблем, встающих как перед самими СВП, так и перед их потребителями;

- необходимость соблюдения информационных и коммуникационных стандартов, диктуемых усиливающимися тенденциями глобализации финансовых рынков;

- наличие у банков хорошей ориентации в области рисков, как важнейшей составной части банковской культуры и инвестиционного менеджмента;

- способность и конвергенции методов управления банковским балансом и методов управления инвестиционными портфелями обслуживаемых банками СВП.

Высокая предпринимательская и корпоративная культура; гибкость при одновременно высоких стандартах структурирования банковской деятельности, наличие жесткой дисциплины и контроля за формированием и управлением инвестиционными портфелями указанной категории предприятий; постоянная ориентация на запросы рынка способны обеспечить банкам завоевание имиджа крупных институциональных инвесторов СВП Узбекистана.

Одной из главных предпосылок активизации деятельности банков по инвестиционному обеспечению потребностей модернизации

СВП выступает качественно новый уровень их финансовой устойчивости о чем свидетельствуют данные в (табл. 3.1.1.).

Вместе с тем, как показало исследование, только наличия благоприятных факторов и предпосылок недостаточно для значительного расширения масштабов участия банков в инновационном развитии стратегически важных предприятий республики. Для решения указанной задачи нужны целенаправленные и хорошо скоординированные меры по кардинальному изменению стратегий

Таблица 3.1.1.

**Основные показатели деятельности коммерческих банков
Узбекистана за 2001-2010 годы⁴**

Показатели	Годы									
	01.01. 2002	01.01. 2003	01.01. 2004	01.01. 2005	01.01. 2006	01.01. 2007	01.01. 2008	01.01. 2009	01.01. 2010	01.01. 2011
Совокупный капитал (млрд сум)	501.5	727.4	791.0	823.8	931.1	1070.0	1503.0	2104.0	3010.0	4100
Суммарные активы (млрд сум)	3198.8	3918.2	4416.2	5004.2	5630.6	7208.0	9276.0	12065.0	15703.0	20740
Совокупный капитал / ВВП, %	10.18	9.73	8.18	6.76	6.12	5.15	5.33	5.71	6.26	6.63

инновационного развития СВП. Не менее важное значение при этом имеет также наличие высокого профессионального уровня менеджеров банков, участвующих в инвестиционном обеспечении данных процессов, отличающихся большой капиталоемкостью и высоким уровнем рисков.

Активизация участия в инвестиционном обслуживании стратегически важных предприятий выгодна и самим коммерческим банкам, т.к. расширение масштабов их собственной инвестиционной деятельности способствует повышению уровня доходности и ликвидности банковского бизнеса. Оказывая различные виды инвестиционных услуг для СВП, они получают возможность не только лучше знать состояние различных сегментов финансового рынка, но и снижать уровень рискованности своей операционной деятельности, повышая, таким образом уровень ликвидности банковского бизнеса в целом. [3.37]

В заключение данного параграфа следует сделать вывод, что наличие вышеуказанных предпосылок активизации деятельности коммерческих банков в вопросах расширения масштабов и

повышения качества инвестиционного обслуживания стратегически важных предприятий требует от регуляторов финансового рынка Узбекистана создания ощутимых стимулов для расширения масштабов деятельности банков в роли крупнейших инвесторов и наиболее опытных инвестиционных посредников СВП.

3.2. Анализ эффективности инвестиционного кредитования банками потребностей модернизации стратегически важных предприятий Узбекистана

Предрасположенность коммерческих банков обеспечивать потребности финансирования программ модернизации СВП республики обусловлена тем, что многие из них способны оказывать широкий спектр услуг инвестиционного кредитования, позволяющего финансировать долгосрочные программы модернизации различных сторон их деятельности. Качественно новый этап реформирования национальной экономики Узбекистана и принципиально новые задачи, стоящие перед данной категорией предприятий, потребовали расширения спектра выдаваемых кредитов и радикального обновления проводимой банками кредитной политики. Президент Ислам Каримов в своей книге «Наша главная задача – дальнейшее развитие страны и повышение благосостояния народа», определяя новые приоритеты развития коммерческих банков страны в краткосрочной и среднесрочной перспективе, особо отметил: «Необходимо изменить критерии оценки деятельности коммерческих банков - сегодня их работу следует оценивать через призму роста доли долгосрочных кредитных вложений и привлечения для этого внутренних источников» [1.35]

Реализация на практике этих важных задач невозможно без дальнейшего укрепления устойчивости финансово-банковской системы Узбекистана, базирующейся на повышении уровня капитализации банков, росте их инвестиционной активности и масштабов долгосрочного кредитования хозяйствующих субъектов. В первую очередь, это коснулось увеличения кредитного потенциала банковской системы республики и его переориентации на нужды модернизации СВП базовых реального сектора

национальной экономики. В частности, это коснулось проблемы применения новых подходов к организации инвестиционного кредитования за счет расширения масштабов использования синдицированных кредитов, совершенствования проектного финансирования и внедрения лучших достижений риск-менеджмента в области долгосрочного кредитования. При этом менеджеры и специалисты кредитных подразделений банков стали больше внимания уделять не только правильному использованию их преимуществ, но и осуществлению качественного мониторинга и контроля за рациональным использованием выделяемых кредитных ресурсов.

Как показало проведенное исследование, выбор оптимального сочетания форм инвестиционного кредитования программ модернизации стратегически важных предприятий Узбекистана осуществляется банками республики в зависимости от целевых задач и типа избираемой ими кредитной политики (рис. 3.2.1).



Рис. 3.2.1 Цели и формы реализации инвестиционного кредитования банками программ модернизации СВП

Благоприятные условия для роста масштабов инвестиционного кредитования банками инновационных потребностей СВП предос-

тавила Программа мер по реализации важнейших инвестиционных проектов по модернизации, техническому и технологическому перевооружению производства на 2009–2014 годы. К числу наиболее важных отраслевых программ модернизации, технического и технологического перевооружения следует отнести инвестиционные проекты в химической промышленности (291,7 млн. долл.), автомобильной промышленности (255,1 млн. долл.), хлопкоочистительной промышленности (129,7 млн. долл.), текстильной промышленности (477,7 млн. долл.), масложировой промышленности (31,7 млн. долл.), промышленности стройматериалов (343,1 млн. долл.) и фармацевтической отрасли (26,5 млн. долл.).

На рис. 3.2.2. показана структура основных источников финансирования важнейших инвестиционных проектов, включенных в Государственную Программу модернизации базовых отраслей экономики Узбекистана.

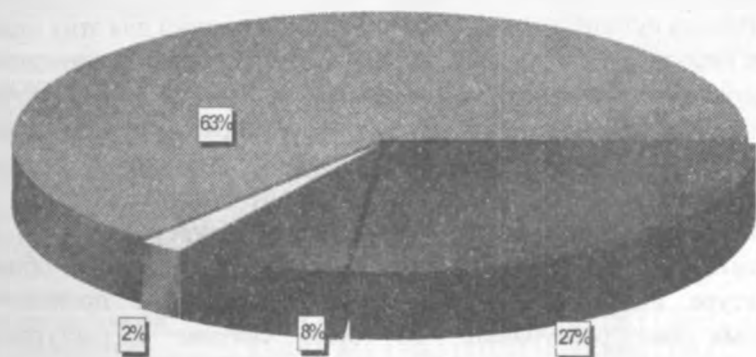


Рис. 3.2.2. Источники финансирования важнейших проектов, включенных Программу модернизация (млн. долл. США)

Обращает внимание ярко выраженная воспроизводственная структура инвестиционных проектов Программы модернизации, технического и технологического перевооружения производства на 2009-2014 гг. (рис. 3.2.3), в которой 74% приходится на новое строительство, т.е. создание качественно новой производственно-инновационной базы для реального сектора национальной экономики, позволяющей выпускать наукоемкую продукцию, пользующуюся спросом на мировом рынке.

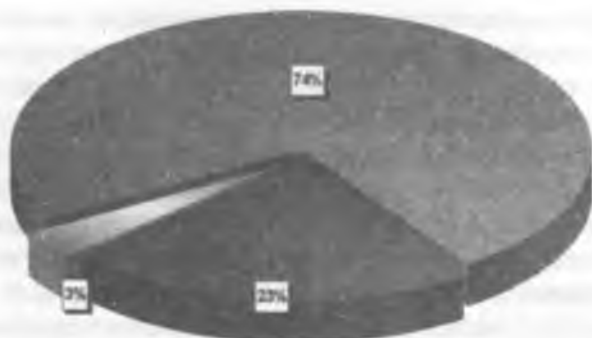


Рис. 3.2.3. Воспроизводственная структура инвестиционных проектов на 2009–2014 гг., млн. долл. США

Долгосрочные кредиты коммерческих банков играют чрезвычайно важную роль в осуществлении процессов модернизации стратегически важных предприятий Узбекистана, поскольку внутренних источников финансирования инвестиций для этих целей у них явно недостаточно. Возрастание роли долгосрочных кредитов обусловлено также значительными сдвигами в структуре источников инвестиционного обеспечения, направляемых на нужды инновационного развития предприятий реального сектора национальной экономики. Важнейший из них был связан с реализацией принятого в Республике Узбекистан курса на постоянное снижение доли государственных средств в общей структуре инвестиций, направляемых на развитие производительных сил республики, что было связано с растущими потребностями реформирования социальной сферы и увеличением расходов на нужды государственного управления.

Как видно из рис. 3.2.4, удельный вес средств государственного бюджета в структуре капитальных вложений республики сократился с 40,0% в 1991 году до 9,7% - в 2009 году. Наглядным проявлением эффективности принятого в стране курса на децентрализацию инвестиционной политики служит тот факт, что доля нецентрализованных инвестиций, направляемых на нужды инновационного развития СВП в целом по республике постоянно растет, а их абсолютный объем за последние пять лет увеличивается ежегодно в среднем на 500 млн. сум. Только в 2009 году общий темп прироста объемов всех нецентрализованных инвестиций в

реальный сектор экономики Узбекистана составил 179% по сравнению с уровнем данного показателя в 2002 году. Из них кредиты коммерческих банков выросли в 3 раза, объемы средств предприятий увеличились - на 87,1% и объемы прямых иностранных инвестиций на 82,9%.

Как видно из табл.3.2.1., банковские кредиты по темпам роста за период с 2007 года по 2010 годы занимают лидирующее положение среди других источников финансирования программ модернизации предприятий.

Таблица 3.2.1

**Темпы роста инвестиций в экономику Узбекистана по
источникам финансирования**

(в процентах)

Показатели	1991 г.	2001 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Всего	105,0	101,0	105,7	109,3	125,8	134,1	124,8	109,2
Центральный аппарат	89,4	116,0	103,9	101,7	100,5	149,8	124,4	99,7
В том числе:								
Государственный бюджет	89,4	104,2	88,9	92,4	97,8	142,7	113,5	103,6
Средства внебюджетных фондов	-	173,1	280,0	153,9	107,4	143,1	147,5	102,3
Иностранные инвестиции и кредиты под гарантию правительства	-	105,8	53,9	81,7	96,8	174,1	114,8	88,7
Налоговые органы	118,9	86,6	115,1	111,7	133,1	130,7	125,0	111,7
В том числе:								
Средства предприятий	113,1	102,9	112,0	114,8	119,4	120,7	103,2	94,0
Средства населения	135,0	89,1	102,5	115,0	110,9	109,0	130,5	172,4
Прямые иностранные инвестиции	-	90,1	147,5	98,3	194,6	161,6	166,9	97,4
Кредиты банков и другие заемные средства	-	91,0	96,1	117,5	157,2	141,8	129,9	191,6
Иностранные инвестиции и кредиты всего	-	103,2	94,4	92,9	166,7	163,7	157,7	96,3

Как видно из табл. 3.2.2., в течении последних лет доля долгосрочных кредитов в общем объеме кредитных вложений коммерческих банков оставалась высокой и стабильной, т.к. основная часть крупных кредитов отечественных банков направлялась на финансирование инвестиционных проектов СВП.

Таблица 3.2.2

**Структура и динамика кредитных вложений коммерческих
банков Республики Узбекистан¹**

	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2008 г.	В 2008 г. по сравнению с 2002 г.
1. Кредиты коммерческих банков, млрд. сум	2630,3	2781,4	3197,4	3655,1	4104,0	156,0%
2. Доля краткосрочных кредитов в общем объеме кредитных вложений банков, %	19	18	18	18	18,8	-0,2 п.п.
3. Доля долгосрочных кредитов в общем объеме кредитных вложений банков, %	81	82	82	82	81,2	0,2 п.п.

Расширению масштабов кредитования программ модернизации СВП республики способствовала положительная динамика процентных ставок кредитов коммерческих банков. Снижение процентных ставок сумовых кредитов коммерческих банков произошло, в основном, за счет снижения ставки рефинансирования Центрального банка Республики Узбекистан, которая в период с 2001 по 2010 гг. снизилась на 18,3 п.п.

Особо следует подчеркнуть, что с 2003 по 2010 гг. средняя процентная ставка долгосрочных кредитов коммерческих банков республики, предоставленных в долларах США, остается стабильной, что положительно влияет на масштабы долгосрочного кредитования инвестиционных проектов.

Залогом роста масштабов кредитования СВП Узбекистана служит устойчивая динамика роста объемов депозитов коммерческих банков Узбекистана, представленный на Рис. 3.2.4., позволяет говорить о его положительной динамике. В 2009 году впервые

¹ Таблица составлена на основе статистической отчетности Центрального банка Республики Узбекистан и Госкомстата Республики Узбекистан за 2001 – 2008 годы.

остатки депозитов на счетах коммерческих банков превысили показатель выданных кредитов, что свидетельствует о больших резервах роста их инвестиционной активности.

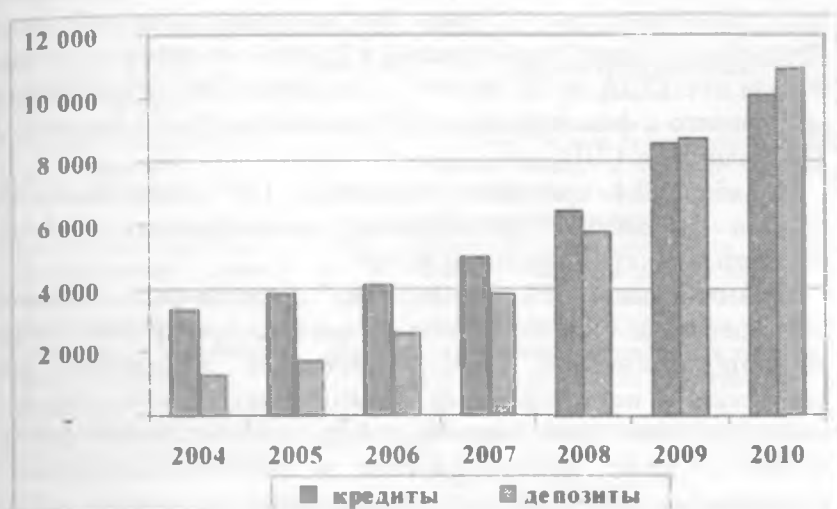


Рис. 3.2.4. Соотношение кредитов и депозитов коммерческих банков Узбекистана, в млн.сум, на конец периода²

Важным направлением деятельности банков по инвестиционному обеспечению СВП республики выступает их участие в освоении грантов международных финансовых институтов и международных организаций развития. В табл. 3.2.3 приведены данные о крупных долгосрочных проектах, финансируемых Азиатским банком развития (АБР) в Узбекистане, являющемся наиболее солидным международным финансовым институтом, участвующим в реализации долгосрочных кредитов для стратегически важных предприятий реального сектора национальной экономики¹⁸. По состоянию на 30 сентября 2006 года общий объем долгосрочных кредитов АБР, предоставленных Узбекистану, составил 974,9 млн. долл. США. Общее количество проектов - 23. АБР также предоставил Узбекистану 65 грантов технического содействия на общую сумму в 33,3 млн. долл. США.

² Рассчитано по материалам официального сайта Центрального банка Республики Узбекистан - www.cbu.uz

Освоение второй очереди кредитных линий Европейского Банка Реконструкции и Развития за последних два года в 2 раза опережает объёмы освоения первой кредитной линии, а по количеству проектов – более чем в 3,5 раза. Так, по первой кредитной линии Европейского Банка Реконструкции и Развития за три года освоено 60 млн.долл.США по 21 проекту, а по новым кредитным линиям уже принято к финансированию 79 проектов на сумму кредитов в 121,2 млн. долл. США.

В табл. 3.2.4 приведены показатели ТЭР инвестиционного проекта «Развитие региональных автомобильных дорог», разрабатываемого за счет средств АБР.

Примечательно, что большинство долгосрочных кредитов осваивается на базе стратегически важных предприятий таких высокотехнологических отраслей экономики Узбекистана, как химическая и нефтехимическая промышленности, автомобильное машиностроение, легкая, пищевая, электротехническая промышленности, а также железнодорожное и автомобильнодорожное строительство, промышленность строительных материалов, сфера телекоммуникаций и информационных технологий.

Другим мощным стимулом для активизации долгосрочного кредитования в республике стало Постановление Президента Республики Узбекистан от 06.04.2010 года №ПП-1317 «О мерах по дальнейшему повышению финансовой устойчивости и усилению инвестиционной активности банковской системы».

В результате указанных выше тенденций, в развитии кредитной деятельности коммерческих банков Узбекистана за последние годы кардинально изменилась структура их кредитных портфелей. Если в 2000 году кредитные портфели коммерческих банков Узбекистана почти на 54% формировались за счет внешних заимствований, то в 2009 году 84% всего кредитного портфеля наших банков было сформировано за счет внутренних источников. При этом внешние заимствования привлекаются преимущественно на долгосрочной основе и исключительно на финансирование инвестиционных проектов по модернизации стратегических предприятий Узбекистана. Как следствие, общий объем кредитных ресурсов, направляемых в реальный сектор экономики республики, вырос в 2009 году по сравнению с 2000 годом в 14 раз. При этом доля долгосрочных кредитов банков, выделяемых на инвестиционные

Таблица 3.2.3

Характеристика крупных долгосрочных проектов, финансируемых АБР в Узбекистане

Название инвестиционного проекта	Сумма, млн. долл.	Краткая характеристика проекта
Развитие сельскохозяйственных предприятий	50,0	Поддержка развития предприятий малого и среднего бизнеса в сельской местности. Финансирование осуществляется по 28 инвестиционным проектам
Развитие инфраструктуры и реструктуризации хозяйств Акалтынского района Сырдарьинской области	36,0	Повышение производительности труда в сельском хозяйстве и доходов фермеров от производства хлопка и пшеницы в Акалтынском районе Сырдарьинской области
Повышение урожайности зерновых культур	26,0	Стимулирование экономических и устойчивых систем производства, переработки и реализации пшеницы.
Восстановление системы машинных каналов Аму Зам	73,2	Повышение производительности труда в сельском хозяйстве и дохода фермерских хозяйств на устойчивой основе.
Улучшение мелиоративного состояния земель	60,2	Решение проблемы деградации земель в 9 районах Бухарской, Кашкардарьинской, Навоийской областях
Совершенствование системы издания учебников и учебной литературы в системе среднего образования	26,0	Улучшение качества и значимости общего образования путем повышения качества, срока службы и наличия учебников и других учебных материалов.

цели развития ключевых предприятий реального сектора в общем кредитном портфеле коммерческих банков Узбекистана составила около 70%.

На рис. 3.2.5 показана структура источников финансирования кредитных портфелей коммерческих банков Узбекистана. В результате укрепления ресурсной базы коммерческих банков объем внутренних источников, направляемых на кредитование ими инвестиционных проектов предприятий реального сектора экономики, за последние десять лет увеличился более чем в 25 раз. [1.3.5]

Таблица 3.2.4

**Основные технико-экономические показатели ТЭР проекта
«Развитие региональных автомобильных дорог. Фаза 2»**

Наименование показателя	Единица измерения	Всего*	в том числе за счет:	
			займа АБР	Республики Узбекистан
Общая стоимость проекта	жв. тыс. долл. США	739 007,1	600 000,0	139 007,1
Сумма капитальных вложений, всего	тыс. долл. США	609 200,0	586 000,0	23 200,0
в том числе:				
машины и оборудование	тыс. долл. США	20 000,0	20 000,0	-
в СКВ	тыс. долл. США	20 000,0	20 000,0	-
в национальной валюте	жв. тыс. долл. США	-	-	-
строительные-монтажные работы	жв. тыс. долл. США	465 524,6	465 524,6	-
в СКВ	тыс. долл. США	465 524,6	465 524,6	-
в национальной валюте	жв. тыс. долл. США	-	-	-
Прочие затраты	жв. тыс. долл. США	123 675,4	100 475,4	23 200,0
в СКВ	тыс. долл. США	98 980,8	98 980,8	-
в национальной валюте	жв. тыс. долл. США	24 694,6	1 494,6	23 200,0
Налоги и платежи	жв. тыс. долл. США	108 430,6	-	108 430,6
Единый социальный платеж (ЕСП)**	жв. тыс. долл. США	241,5	-	241,5
Финансовые издержки в инвестиционный период	жв. тыс. долл. США	21 135,0	14 000,0	7 135,0
Стоимость существующих основных фондов	жв. тыс. долл. США	-		
Протяженность реконструируемой и строящейся автодороги	км	222		
Стоимость создаваемых производственных фондов	жв. тыс. долл. США	485 524,7		
Предполагаемое количество занятых	человек	-		
Инвестиционный период	месяцев	92		

При этом в 2009 году большая часть прироста объемов долгосрочного кредитования пришлась на инвестиционные проекты Национального банка внешнеэкономической деятельности, «Халкбанка», «Узпромстройбанка», «Микрокредитбанка», «Асака-банка», «Агробанк» и «Ипотека-банка», где сосредоточено три четверти всего капитала банков республики. При этом удельный вес кредитов банков, выделенных на инвестиционные цели, в общем кредитном портфеле достиг 70%. Примером в этом направлении может

служить работа Национального банка внешнеэкономической деятельности и «Узпромстройбанка», в общем объеме кредитов которых доля долгосрочных составляет, соответственно, более 85% и 71%.



Рис. 3.2.5 Структура источников финансирования кредитных портфелей банков Узбекистана

Отмечая многие преимущества традиционного долгосрочного кредитования, следует признать, что его главным недостатком остается принятие коммерческими банками на себя основного инвестиционного риска, что особенно характерно для инвестиционных проектов стратегически важных предприятий, цены и спрос на продукцию которых на мировом рынке постоянно колеблются. Наличие данного ограничения заставляет коммерческие банки Узбекистана постоянно искать более перспективные методы

экономического и нормативно-правового характера. В частности, следует указать на различный подход заемщиков и инвесторов к ценообразованию на услуги синдицированного кредитования. Объективности ради следует признать, что в условиях недостаточного уровня ликвидности и высокой волатильности финансового рынка Узбекистана осуществление точного ценообразования на банковские кредитные продукты стало настоящим камнем преткновения между участниками синдицированного кредитования.

Немалую трудность при осуществлении синдицированного финансирования составляет отсутствие систематизированной информации, описывающей принципы и механизм реализации технологии синдицированного кредитования. Только в некоторых источниках, чаще всего, в периодических изданиях, встречаются отдельные попытки дать определение синдицированного кредитования, принципов и механизмы реализации работ, которые раскрывали саму технологию организации синдицированных кредитов, отвечающей условиям, сложившимся в Республике Узбекистан, крайне мало.

Описание синдицированных кредитов можно найти только в зарубежной литературе или в руководствах (инструкциях) по предоставлению синдицированного кредита, которые разрабатывают для себя иностранные банки.

Понимая явные преимущества синдицированного кредитования, руководители коммерческих банков Узбекистана не до конца отдают себе отчет, что данный вид инвестиционного кредитования предъявляет и более высокие требования к менеджерам, занимающимся мониторингом и контролем освоения данного сложного вида кредитования потребностей СВП. Кроме того, нельзя забывать, что на масштабы и качество синдицированного кредитования существенное влияние оказывает уровень развития различных сегментов финансового рынка, а также качество работы специализированных институтов инвестиционно-финансовой инфраструктуры.

Другая причина медленного развития синдицированного кредитования объектов модернизации СВП заключается в недостаточном уровне капитализации и низком качестве услуг страховых компаний республики по минимизации широкого круга рисков, связанных с реализацией крупных инвестиционных проектов реструктуризации различных сторон их деятельности.

Таким образом, создание эффективной системы организации синдицированных кредитов в Узбекистане призвано способствовать многократному увеличению инвестиционных возможностей национальной банковской системы в части инвестиционного обеспечения реального сектора экономики. Расширение масштабов использования синдицированных кредитов позволит аккумулировать необходимые кредитные ресурсы, для осуществления проектного финансирования лизинга и других видов инвестиционного кредитования в стране.

Еще одним перспективным видом инвестиционного кредитования программ модернизации СВП республики особенно в период устранения негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса, стало проектное финансирование. В отличие от традиционного долгосрочного кредитования, проектное финансирование открывает для банков Узбекистана возможность привлечения к реализации инвестиционных проектов СВП более широкого круга участников (инвесторов, производителей оборудования, консалтинговых, лизинговых, страховых и финансовых компаний, подрядных организаций), которые, как правило, связаны между собой сложными, многосторонними договорными отношениями. Активизации проектного финансирования в Республике Узбекистан способствовало то обстоятельство, что многие СВП в посткризисный период повернулись лицом к проблемам обновления различных сторон своей деятельности, а возможности использования традиционных источников финансирования в форме бюджетных ассигнований или собственной прибыли у них резко уменьшились.

Несмотря на то, что технология организации проектного финансирования схожа с технологией традиционного банковского кредитования, тем не менее акценты при его реализации смещены в сторону более тщательного анализа самого проекта и меньшего внимания оценки финансового состояния всего предприятия. При этом коммерческие банки Узбекистана обращают особое внимание на распределение рисков финансирования между участниками инвестиционного проекта. Минимальный размер участия собственными средствами банка в инвестиционном проекте, реализуемом в рамках проектного финансирования согласно действующему банковскому законодательству Узбекистана не

инвестиционного кредитования. Одним из наиболее эффективных методов инвестиционного кредитования потребностей СВП выступает синдицированное кредитование, получившее широкое распространение в странах с развитой рыночной экономикой.

Как уже указывалось в первом параграфе второй главы, важнейшим преимуществом синдикации является то, что она позволяет ограниченными средствами нескольких банковских институтов удовлетворять значительные потребности крупных предприятий для реализации капиталоемких инвестиционных проектов отраслевого, регионального или национального масштабов.

Для экспортоориентированной экономики Республики Узбекистан привлечение синдицированных кредитов особенно актуально в связи с тем, что в роли конечного получателя синдицированного кредита чаще всего выступают стратегически важные предприятия базовых отраслей национальной экономики, деятельность которых ориентирована на экспорт значительных объемов продукции. Предприятия данной категории остро нуждаются в притоке масштабных инвестиций для нужд инновационного обновления различных сторон своей деятельности, открывающих им дорогу на мировые рынки сбыта их продукции (золото, серебро, медь, уран, хлопок, химические удобрения, машины) или услуг (авиационный, автомобильный или железнодорожный транспорт, телекоммуникации, медицина). Однако даже при наличии инвестиционных ресурсов, курирующие их коммерческие банки Узбекистана не всегда могут финансировать капиталоемкие инвестиционные проекты. В частности, из-за существующих нормативных ограничений и жесткого регулирования инвестиционной деятельности со стороны Центрального банка Республики Узбекистан. Единственным выходом из сложившейся ситуации для коммерческих банков республики и самих СВП выступает обращение к внешним заимствованиям ресурсов на относительно дешевом мировом финансовом рынке, позволяющем привлекать необходимые средние и долгосрочные зарубежные средства путем организации синдицированного кредитования.

Анализ структуры синдицированного финансирования в Республике Узбекистан показывает, что, основная его часть приходится на торговое финансирование, софинансирование и проектное финансирование.

В условиях устранения негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса не только коммерческие банки, но и многие крупные предприятия и государственные структуры Республики Узбекистан в последние годы осознали преимущества синдицированного кредитования как эффективного метода привлечения иностранных инвестиционных ресурсов. Перспективность данного долгового инструмента для экономики Узбекистана обусловлена тем фактом, что синдицированное кредитование является наиболее дешевым способом привлечения средств иностранных финансовых организаций, а его использование способствует интеграции Узбекистана в мировую финансовую систему. В реальной практике окончательное решение об использовании конкретных форм участия в синдицированном кредитовании программ модернизации СВП руководство коммерческих банков принимает исходя из технической и экономической жизнеспособности предложенного проекта, а также складывающейся ситуации на рынке долгосрочных инвестиций.

Участвуя в синдицированном кредитовании стратегически важных предприятий Узбекистана, банки способствуют финансированию их инновационных потребностей, связанных, как правило, с осуществлением крупномасштабных программ модернизации таких базовых отраслей, как энергетика, авиационный транспорт, телекоммуникации, дорожное строительство, добыча полезных ископаемых, нефте-газохимия и т. п. Примером эффективного использования потенциала синдицированного кредитования является Национальная авиационная компания «Узбекистон хаво йуллари», которая с помощью Национального банка внешнеэкономической деятельности и ОАО «Асака-банк» постоянно использует его для обновления парка воздушных судов лучших мировых производителей («Боинг» и «Аэробус»).

В то же время следует признать, что синдицированное кредитование потребностей СВП пока еще остается для нашей страны малоизученным видом кредитования, в том числе по причине недостаточной проработанности соответствующего банковского законодательства. Анализируя проблемы, сдерживающие становление национального рынка синдицированного кредитования, нужно заметить, что на темпы и масштабы его становления существенное влияние оказал ряд негативных факторов

может быть больше 30%.

Мощный импульс развитию проектного финансирования в Республике Узбекистан дало Постановление Президента Республики Узбекистан от 28 июля 2009г. № ПП-1166 «О дополнительных мерах по стимулированию увеличения доли долгосрочных кредитов коммерческих банков, направляемых на финансирование инвестиционных проектов». Согласно этому директивному документу важнейшими задачами коммерческих банков в области расширения инвестиционной деятельности стало дальнейшее совершенствование механизмов кредитования инвестиционных проектов, связанных с созданием новых производств, а также модернизацией, техническим и технологическим перевооружением предприятий.

Особое внимание руководителей коммерческих банков в этом директивном документе обращено на обеспечение тщательного отбора, комплексной оценки и качественной экспертизе инвестиционных проектов на основе глубокого анализа проектной документации, их финансовой окупаемости и рентабельности; мобилизацию собственных финансовых средств и их эффективное использование для финансирования инвестиционных проектов, обеспечение проведения постоянного мониторинга хода реализации проектов, своевременный и полный возврат вложенных средств; широкое использование надежных механизмов обеспечения своевременности и полноты возвратности предоставленных кредитов с учетом тщательной оценки рисков, рыночной стоимости залога и других видов обеспечения.

Примером успешного использования потенциала проектного финансирования стратегически важными предприятиями республики служат предприятия нефтегазового комплекса республики, являющиеся наиболее конкурентоспособными представителями реального сектора экономики Узбекистана. Национальная холдинговая компания «Узбекнефтегаз» сегодня является крупным многоотраслевым комплексом, осуществляющим все виды деятельности - начиная от проведения геофизических исследований до выпуска и реализации готовой нефтегазовой продукции, включая машиностроительное оборудование, а также осуществление строительно-монтажных работ.

Благодаря принятым руководством страны эффективным упреждающим мерам по снижению негативного влияния мирового

финансово-экономического кризиса, предприятия нефтегазовой отрасли внесли весомый вклад в обеспечение высоких темпов роста национальной экономики. Только в 2010 году темп роста объемов производства по сравнению с аналогичным периодом 2008 г. составил 119%, темп роста экспорта продукции - 132%, достигнуто фактическое снижение себестоимости выпускаемой продукции на 20%.

В соответствии с Постановлением Президента Республики Узбекистан от 12 марта 2009 года № ПП-1072 «О программе мер по реализации важнейших проектов по модернизации, техническому и технологическому перевооружению производства на 2009–2014 годы» компанией «Узбекнефтегаз» проводится целенаправленная работа по осуществлению 52 инвестиционных проектов с общей стоимостью 21,5 млрд. долл. США. Из них в 2009 г. по 29 инвестиционным проектам общей стоимостью 14,4 млрд. долл. США освоено инвестиций за счет:

- 1) собственных средств в объеме 679,5 млрд сумов (с учетом отраслевой программы - 1845 млрд сумов, с темпом роста 106,5%);
- 2) прямых иностранных инвестиций 1037,6 млн долл. США, с темпом роста 114,96%;
- 3) кредитов коммерческих банков - 50 млн долл. США;
- 4) средств ФРР Республики Узбекистан - 130,4 млн долл. США.

Другим примером успешного внедрения инструментов проектного финансирования выступает совместная деятельность ОАО «Асака-банк» и ГАК «Узбекенгилсаноат», деятельность которой вызывает все более пристальный интерес иностранных инвесторов, причем их привлекает возросший уровень модернизации данного СВП за счет расширения масштабов выпуска и повышения уровня конкурентоспособности выпускаемой продукции. Достигнутые успехи в деле инновационного обновления предприятий ГАК «Узбекенгилсаноат» стали возможными в результате успешной реализации крупных инвестиционных проектов, связанных с комплексной реструктуризацией отрасли путем ликвидации промежуточных звеньев, оптимизации существующих структур управления, умелого комбинирования производства, а также повышения уровня инфраструктурного обеспечения основных звеньев текстильного комплекса.

Создание новых производств, расширение спектра выпускаемой продукции, техническая модернизация действующих предприятий,

улучшение внешнего оформления производимой продукции, осуществление глубоких маркетинговых исследований внутреннего и внешних рынков, позволили предприятиям отрасли за короткий срок резко увеличить свой экспортный потенциал. С этой целью на территории Российской Федерации, Украины, Казахстана и ряда других стран СНГ создано 33 торговых дома, что позволило на высоком уровне организовать глубокое изучение зарубежных рынков сбыта выпускаемой продукции. За последние четыре года объем товарооборота данной отрасли возрос в 9,4 раза, позволив достигнуть один из самых высоких отраслевых уровней темпов роста выпускаемой продукции в республике. Результатом успешно реализованной с помощью проектного финансирования программы модернизации данного СВП явился тот факт, что объем экспорта продукции предприятиями легкой промышленности республики увеличился с 1,8 млн. долл. США в 1999 году, до 10,9 млн. долл. США в 2009 году, т.е. вырос более чем в 8,2 раза.

Достижение указанных выше качественных сдвигов в реализации банками потенциала проектного финансирования для инвестиционного обеспечения СВП республики стало возможным благодаря тому, что ключевыми критериями определения жизнеспособности их инвестиционных проектов стали такие показатели, как:

- объективная комплексная оценка затрат и выгод инвестиционного проекта;
- усиление внимания вопросам оценки рисков, возникающих на различных стадиях реализации инвестиционного проекта;
- повышение качества проектного финансирования за счет мотивации всех участников проектного финансирования;
- внедрение методов ранней диагностики и использование эффективных мер антикризисного менеджмента.

Как показало проведенное автором исследование, большая часть инвестиционных проектов, предлагаемых в качестве объектов проектного финансирования, отклоняется специалистами кредитных подразделений банков Узбекистана уже на стадии предварительного анализа. Лишь около трети из них находит своего стратегического инвестора и попадает в кредитный портфель коммерческих банков путем подготовки пакета презентационных документов. Причина столь жесткого отсева обусловлена стремлением отечественных банков обезопасить себя и других участников проектного

финансирования инвестиционных проектов, связанных с модернизацией различных сторон деятельности СВП, от возможных рисков. В результате такого взвешенного подхода к финансированию крупные инвестиционные проекты становятся для данной категории предприятий не только средством для получения долгосрочного кредита, но и реальными планами действий, позволяющих погашать затраты на его проведение еще на этапе реализации проекта и достигать обеими сторонами максимального экономического эффекта от их внедрения.

Медленные темпы институционального становления и функционального развития механизма проектного финансирования в банковском секторе Узбекистана связаны со сложностью и множественностью экономических и правовых отношений, возникающих между его участниками, высокой чувствительностью крупных инвестиционных проектов к изменениям окружающей экономической, и правовой среды, а также большим количеством различных рисков из-за уникальности каждого крупного инвестиционного проекта.

Недостаточность опыта и отсутствие наработок системного использования современных подходов к оценке жизнеспособности инвестиционных проектов в Узбекистане сужает масштабы использования потенциала проектного финансирования, что негативно отражается на качестве инвестиционных проектов стратегически важных предприятий. К сожалению, в республике недостаточно используется, потенциал отраслевых научно-исследовательских и проектных институтов, которые могли бы внести более весомый вклад в повышение качества разработки инвестиционных проектов крупных предприятий отраслевого или регионального масштаба.

К числу существенных барьеров на пути расширения масштабов внедрения проектного финансирования в практику работы отечественных коммерческих банков необходимо отнести и некоторые особенности хозяйственной практики переходного периода становления рыночных отношений в Республике Узбекистан. В частности, запрашиваемые у банков инвестиционные ресурсы, как правило, имеют более высокую долю по отношению к собственным активам заемщика, тогда как западная практика предполагает, что объем требуемых инвестиций должен составлять

10-20% этих активов. Для стран с развитой экономикой естественна ситуация, когда собственная доля заемщика в реализации проекта высока, тогда как в Узбекистане нередки случаи, когда заемщик, запрашивая источники финансирования крупных инвестиционных проектов, вообще не собирается вкладывать собственные финансовые ресурсы, ограничиваясь имеющимися у него морально и физически устаревшими основными фондами.

Существенным фактором, сдерживающим развитие данного вида инвестиционного кредитования, является медленное освоение отечественными предприятиями стандартов и методик проектного финансирования. Затянувшееся освоение на практике указанных методик не позволяет коммерческим банкам добиться всестороннего изучения затрат на осуществление проектов и более качественного анализа полученных результатов с позиций инвестора, получателя и бенефициария проекта, коммерческого банка, осуществляющего проект или обслуживающего получателя кредита, а также с точки зрения отрасли, региона и государства в целом, предъявляющих экономические, экологические и социальные требования к внедряемому проекту. В результате затрудняется осуществление единого подхода к разработке и реализации жизненно важных стадий инвестиционного проекта, включая решение вопросов о том, что и как надлежит делать, как организовать производство, наладить бесперебойную реализацию и доставку продукции, создаваемой по проекту.

Масштабы использования потенциала проектного финансирования заметно сдерживаются из-за низкого уровня капитализации, отсутствия необходимых объемов нераспределенной прибыли и ограниченности объемов долгосрочных инвестиционных ресурсов в распоряжении отечественных коммерческих банков.

С переходом большинства стратегически важных предприятий Узбекистана на новые формы хозяйствования перед их собственниками и менеджментом встала проблема поиска надежных и выгодных источников финансирования процессов обновления их основных производственных фондов. В последние годы к ним пришло понимание того, что наиболее эффективным и доступным долговым финансовым инструментом, способным решить данную проблему, является лизинг, выступающий важным источником привлечения реальных инвестиций в экономику Узбекистана.

История участия банков в становлении отечественного лизинга начинается с 1993 года, когда Национальная авиакомпания «Узбекистон Хаво Йуллари» при поддержке Национального банка внешнеэкономической деятельности Республики Узбекистан первой в стране начала осуществлять лизинговые операции, приняв решение о приобретении десяти самолетов ведущих мировых производителей. За шесть лет, данное предприятие, используя механизм финансового лизинга, приобрела три лайнера А-310 производства «Аэробас Индастри», два британских среднемагистральных самолета RJ -85, два лайнера Боинг-757 и три лайнера Боинг-767 корпорации «Боинг». А в 1998 году и акционерный коммерческий «Пахтабанк» начал такую деятельность с предоставления в лизинг сельскохозяйственной техники другой категории стратегически важных предприятий – хлопкосеющим аграрным предприятиям республики.

Создание Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан 5 января 1995 года первой в республике лизинговой компании «Узбек лизинг интернешнл А.О.» также произошло по инициативе Национального банка внешнеэкономической деятельности, который вместе с Малазийским банком «Малайя бэнкинг Берхард», Европейским банком реконструкции и развития и Международной финансовой корпорацией стали ее учредителями. В 1996 году были созданы еще две лизинговые структуры - иностранное предприятие «Азиатско-европейская трастовая компания» (АЕТК) и универсальная лизинговая компания «Барака» в форме дочернего предприятия Ассоциации банков Узбекистана.

Вплоть до 2002 года несовершенство финансового законодательства делало лизинговую деятельность для коммерческих банков республики практически нерентабельной. Ситуация изменилась с внесением в конце 2002 года изменений в Гражданский кодекс, Налоговый кодекс, Закон «О лизинге» и Закон «О таможенном тарифе», устранивших преграды на пути развития лизинга в Узбекистане и давших им реальные стимулы заниматься этим рискованным видом инвестиционной деятельности.

Банки, имеющие стабильную ресурсную базу и развитую клиентскую сеть, быстро смогли воспользоваться данными налоговыми льготами, предоставленными Указом Президента

Узбекистана «О мерах по дальнейшему стимулированию развития лизинговой системы» от 28 августа 2002 года, который освободил лизинговые операции от всех существенных налоговых барьеров. В ответ на данные кардинальные меры в 2003 году коммерческие банки увеличили объемы своих лизинговых операций почти в 5 раз по сравнению с 2002 годом. Прирост масштабов операций внутреннего лизинга в 2004 году составил 21% к показателю 2003 года, общая стоимость переданного в лизинг имущества составила в эквиваленте 43,4 млн. дол. США. Предоставление лизингу одинаковых с другими видами финансирования, в особенности с банковским кредитованием, условий налогообложения, создало предпосылки для открытия при многих банках дочерних лизинговых компаний.

Расширению масштабов использования лизинга в качестве эффективного инструмента инвестиционного обеспечения СВП способствовало предоставление участникам лизинговых отношений целого ряда налоговых льгот и финансовых преференций. Так, например, оборудование, ввозимое для передачи в лизинг, освобождается от НДС и таможенных платежей, объект лизинга освобожден от налога на имущество, а лизинговые платежи освобождены от НДС. Кроме возможности применения ускоренной амортизации стратегически важные предприятия, как основные лизингополучатели, имеют возможности для сокращения своей налогооблагаемой базы на сумму процентов, выплачиваемых по лизингу. В табл.3.2.5 показаны условия предоставления имущества в лизинг различными лизинговыми компаниями Узбекистана. Портфель лизинговых компаний Узбекистана на конец 2008 года по сравнению с предыдущим годом увеличился на 75,3% и достиг 321 млн.долларов США. Доля банковского сектора в общем объеме переданного имущества по сравнению с прошлым годом сократилась на 12,1 пунктов и составила 35,2%. На протяжении 2008 года банки заключили 1 344 сделки и передали в лизинг имущество стоимостью 93,6 млн. долларов США.

Таблица 3.2.5

Условия предоставления имущества в лизинг лизингодателями Республики Узбекистан

Лизингодатели	Срок предоставления имущества в лизинг (мин - макс. лет)		Стоимость передаваемого в лизинг оборудования (мин - макс.)	
	В год, в течение	в СКВ	В национальной валюте (в долларом эквиваленте по курсу ЦБ РУз)	В СКВ (в долл. США)
«Узбекистан лизинг интернэшнл АО»	1-3	1-5	10,0-500,0 тыс. долл. США	500,0 тыс. - 1,2 млн
УЛК «Борвис»	1-3	1-3	До 200,0 тыс. долл. США	До 200,0 тыс.
АЕТК	1-3	2-3	3,0-10,0 млн сум	50,0-200,0 тыс.
«Узбекиагростройлизинг»	1,1-5	1,1-5	Нет ограничений	Нет ограничений
«Узбексельхозлизинг»	2-7	2-7	0,5-130,0 млн сум	-
«Золотин-Инвест»	1-4	1-4	30,0 тыс. -5,0 млн долл. США	30,0 тыс. -5,0 млн
«Курайташ лизинг»	1,1-5	1,1-5	Нет ограничений	Нет ограничений
Бизнес лизинг	1-3	1-3	10,0 - 200,0 тыс. долл. США	10,0-200,0 тыс.
«Узтранс лизинг»	1,8	1,8	20,0 - 25,0 тыс. долл.США	20,0-25,0 тыс.
Сурхон лизинг	1,1-5	1,1-5	Нет ограничений	Нет ограничений
Минитехнострой лизинг	1-3	1-3	20-25 тыс. долл. США	20-25 тыс.
«Узэксотрейд»	1	1	29,0 тыс.	29,0 тыс.
«Пойтахт лизинг»	До 3 лет	До 3 лет	Свыше 10,0 тыс. долл. США	Свыше 10,0 тыс.
«Пахтабанк»	2,5-6	2,5-6	0,5-300,0 тыс.	0,5-300,0 тыс.
«Ипотекабанк»	1-3	1-3	Нет ограничений	Нет ограничений
«Самолетар»	3-5	3-5	Нет ограничений	Нет ограничений
«Ипак йули»	1,1-3	1,1-3	Нет ограничений	Нет ограничений
«Алокабанк»	Нет ограничений			
«Маврокредитоник»	Более 2 лет	Более 2 лет	1,0-100 тыс. долл. США	1,0-100,0 тыс.
«Хамкорбанк»	1-5	1-5	Нет ограничений	10,0-500,0 тыс.
«Узирмстройбанк»	1-5	1-7	Нет ограничений	50,0-100,0 тыс.
«Турон»	1-10	1-10	Нет ограничений	Нет ограничений
Халк банк	1,1-6	1,1-6	1,0-100,0 тыс. долл. США	1,0-100,0 тыс.
«Капиталбанк»	1,1-5	1,1-5	До 1,1 млрд сум	50,0 тыс. -1,0 млн
«Асвак»	1-5	1-5	От 10,0 тыс. долл.США	От 10,0 тыс.
«Равнакбанк»	1-3	1-5	До 210,0 тыс. долл. США	До 200,0 тыс.
«УТ-Бат»	До 2 лет	До 2 лет	До 200,0 тыс. долл. США	До 200,0 тыс.
«UzDKB Bank»	3-5 лет	3-5 лет	500,0 млн -2,5 млрд сум	500,0 тыс. -2,5 млн
«Кредит-Стандарт»	До 3 лет	До 3 лет	Не более 25,0% от капитала 1-го уровня банка для обеспеченных кредитов	500,0 тыс. -2,5 млн

Лизинговый портфель банков по итогам 2008 года составил 293,2 млн.долл. США, что составляет 47,3% от общего портфеля всех игроков рынка. Анализ переданного в лизинг имущества убедительно свидетельствует о продолжающемся доминировании сельскохозяйственной техники (рис. 3.2.6), чему способствовало функционирование в Узбекистане более 15 тысяч фермерских хозяйств, пользующихся услугами лизингодателей.

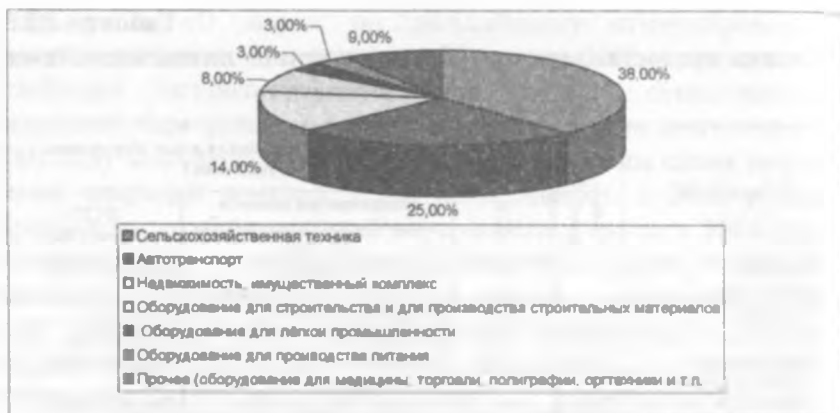


Рис. 3.2.6. Структура имущества в лизинговых сделках в Республике Узбекистан³

В настоящее время в Узбекистане наряду с 13 лизинговыми компаниями лизинговое обеспечение СВП осуществляют 18 коммерческих банков, включая НБУ РУз, «Асакабанк», «Ипотека банк», «Пахтабанк», «Узпромстройбанк», «Халк банк», «Алокабанк», «Капиталбанк», «Галлабанк», «Ипак йули банк», «Равнакбанк», «Савдогарбанк», «Тадбиркорбанк», «Туронбанк», «Хамкорбанк». Самой крупной по объемам лизинга в республике является компания «Узсельхозмашлизинг», финансируемая за счет Фонда государственного стимулирования оснащения села сельхозтехникой при Минфине. По итогам 2008 года на рынке лизинга осуществляли свою деятельность 64 лизингодателя, в том числе 29 лизинговых компаний, 20 коммерческих банков и 12 компаний, у которых лизинг не является основным видом деятельности.

Стабильный рост рынка лизинговых услуг республики на протяжении 2002 – 2004 годов сменился двукратным скачком роста объемов лизинговых сделок в 2005 году (с 44,3 до 90,6 млрд. сум.). В 2006 году лизинговые компании и коммерческие банки продолжали активно наращивать объемы лизинговых операций, доведя их до 130,1 млрд. сум., а в 2007 году – до 170 млрд. сум. До середины 2004 года лидером на рынке лизинга являлась лизинговая компания «Узсельхозмашлизинг», на которую приходилась

³ Обзор сектора лизинговых услуг в Узбекистане по итогам 2008 года. – Т., 2008.

основная доля лизинговых операций. Однако в 2006 году общий объем операций «Узсельхозмашлизинга» составил 49,3 млрд. сум, в то время как у остальных лизингодателей он достиг 81,8 млрд. сум⁴.

Как видно из табл. 3.2.6, доля стоимости имущества, поставленного банками для предприятий реального сектора экономики Узбекистана выросла с 17,7% в 2003 году до 35,5% - в 2008 году. Анализируя виды передаваемых в лизинг основных средств в Республике Узбекистан, можно отметить, что по-прежнему значительным спросом со стороны лизингополучателей пользуется автотранспорт.

По итогам 2008 года объем операций по данному виду имущества составил 46,6 млн. долларов США или 18,0% рынка (17,0% в 2007 году). Также достаточно большой интерес у лизингополучателей вызывает недвижимость и имущественный комплекс. Удельный вес данного вида основных средств в общем объеме переданного в лизинг имущества по сравнению с прошлым годом возрос на 14,0%.

Таблица 3.2.6

**Динамика роста лизинговых сделок лизингодателей
Республики Узбекистан**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Лизинговые компании						
-стоимость имущества, млн.долл.США	30,5	33,1	59,3	57,3	85,1	168,3
-доля	80,5%	76,3%	72,7%	53,3%	50,1%	63,2%
Банки						
-стоимость имущества, млн.долл.США	6,7	10,2	19,2	46,4	80,2	93,6
-доля	17,7%	23,5%	23,6%	43,1%	47,3%	35,2%
Прочие						
-стоимость имущества, млн.долл.США	0,7	0,1	3,0	3,9	4,4	4,3
-доля	1,8%	0,2%	3,7%	3,6%	2,6%	1,6%
ИТОГО:	37,9	43,4	81,5	107,6	169,7	266,2

Источник: Обзор сектора лизинговых услуг в Узбекистане по итогам 2008 года. – Т.: 2009.

⁴ <http://www.press-uz.info>.

В 2009 году в структуре операций лизинговых компаний наблюдалось некоторое увеличение доли сельхозтехники до 48,5%, а также грузового автотранспорта - 7,0%. Такое изменение в структуре переданного лизинговыми компаниями имущества сопровождается снижением удельного веса объема средств пассажирского автотранспорта с 28,0% до 21,0%.

Большую часть лизинговых портфелей коммерческих банков в 2010 году составляло новейшее оборудование для программ модернизации стратегически важных предприятий республики, включая агропромышленный и нефтегазовый комплекс, воздушный и автомобильный транспорт, текстильную и пищевую промышленность, сферу телекоммуникаций и автомобилестроение. В количественном выражении наибольшее число совершенных сделок приходилось на сельхозтехнику (66,0%) и пассажирский автотранспорт (17,0%).

Умело используя потенциал этого эффективного источника финансирования программ модернизации СВП, банки Узбекистана способствуют обновлению их основных производственных фондов и организации выпуска конкурентоспособной продукции на базе наукоемкого технологического оборудования без прямого отвлечения собственных финансовых средств данной категории предприятий. В условиях низкого уровня платежеспособности отечественных товаропроизводителей именно лизинг позволяет банкам финансировать капиталоемкие программы обновления стратегически важных предприятий реального сектора экономики. В отличие от обесценивающихся денег, оборудование, предоставляемое в лизинг этим предприятиям, при прочих равных условиях сохраняет свою стоимость за вычетом материального износа, что позволяет сохранять и реальную стоимость инвестиционных активов банка независимо от уровня инфляции, складывающегося в течение всего периода лизингового соглашения.

Преимущество лизинговых операций для самих банков заключается в их достаточно высокой рентабельности по сравнению с традиционными видами инвестиционной деятельности. В то же время данный вид операций отличается более высоким уровнем надежности, т.к. сами объекты лизинга остаются в собственности у банков и не очень подвержены наиболее распространенным видам инвестиционных рисков. Через лизинговые платежи банк

приобретает не только новый источник дохода в виде комиссионных выплат, но и экономит средства на относительно простом учете лизинговых операций и платежей по сравнению с операциями традиционного долгосрочного кредитования, особенно если они носят целевой характер.

Увеличение масштабов лизинговых операций и видов используемого коммерческими банками оборудования способствуют не только расширению сферы банковского влияния на процессы модернизации СВП, но и расширению их клиентской базы. Вкладывая собственные и привлеченные средства в приобретение новейшего технологического оборудования, коммерческие банки вносят свой вклад в обновление их основных фондов и повышение конкурентоспособности выпускаемой ими продукции.

Однако несмотря на указанные выше преимущества, следует отметить, что лизинговые операции банков обладают высокой степенью риска, особенно при оперативном лизинге, т.к. после окончания лизингового договора у банков-лизингодателей возникает необходимость возместить остаточную стоимость объекта лизинга при отсутствии твердых гарантий обеспечения спроса на него. Учитывая данные обстоятельства, коммерческие банки в процессе обслуживания СВП республики в большинстве случаев применяют операции финансового лизинга, которые не связаны с рисками операционного лизинга. Говоря о неиспользованных возможностях банков в плане применения лизинга для нужд инвестиционного обеспечения СВП республики, необходимо отметить достаточно неравномерное распределение лизинговых операций в регионах страны. Наибольшие сделки по лизингу осуществляются в г. Ташкенте. Однако его доля в 2008 году резко сократилась: с - 43,0% до 31,0%. Весомую долю на рынке лизинговых услуг имеют Ташкентская, Самаркандская и Ферганская области (7,0-10,0%) (рис. 3.2.7).

Такое положение во многом объясняется тем, что из 17 специализированных лизинговых компаний только пять «Узкишлохужмашлизинг», «Узавтосаноатлизинг», «Пахтализинг», «Курилишлизинг» и «Alfa Lizing» совершают лизинговые сделки практически во всех регионах страны.

Филиальная сеть только 3 из 21 коммерческого банка могла существенно разнообразить региональное распределение лизинговых

сделок, однако по итогам 2010 года только коммерческие банки - «Асакабанк», «Ипотекабанк»; «Микрокредитбанк» охватили практически всю территории республики.



Рис. 3.2.7 Структура распределения лизинговых операций по регионам Узбекистана

Учитывая специфический характер рисков на рынке лизинговых услуг, коммерческие банки Узбекистана создают в своей структуре дочерние лизинговые компании, а некоторые – даже не одну, перекладывая на них риски не совсем характерного для них бизнеса. Кроме этого, с помощью лизинговых операций банки решают вопрос удовлетворения существующего спроса на инструменты долгосрочного финансирования со стороны СВП. т.к. они сами предпочитают вкладывать свои ресурсы в краткосрочные инвестиционные проекты с более низким уровнем риска и более высоким уровнем рентабельности. Возрастающая заинтересованность банков в использовании лизинга обусловлена также тем, что в условиях устранения негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса коммерческим банкам Узбекистана приходится быстрее переходить от операций с короткими деньгами к осуществлению долгосрочных инвестиций в реальный сектор экономики. В этих условиях использование потенциала лизинговых операций, для обновления

основных производственных фондов СВП республики, становится для них просто необходимым направлением реформирования их деятельности, позволяющим сбалансировать их многостороннюю кредитную деятельность.

Таким образом, можно сделать вывод, что с первых этапов становления рынка лизинговых услуг Узбекистана коммерческие банки выступают основными лизингодателями и умело используют лизинг в качестве эффективного инструмента инвестиционного обеспечения процессов модернизации СВП республики. Однако в общей структуре инвестиционных портфелей коммерческих банков удельный вес лизинговых операций остается невысоким, что свидетельствует о необходимости дальнейшего наращивания масштабов этой деятельности.

Как показало проведенное исследование, несмотря на явные преимущества, использование потенциала инвестиционного кредитования в Республике Узбекистан встречает на своем пути немало трудностей, т.к. для него требуются довольно крупные вложения на долгосрочной основе, что могут позволить себе далеко не все коммерческие банки. Подтверждением этого служат данные табл. 3.2.7, из которой видно, что удельный вес кредитов коммерческих банков в общей структуре инвестиций, поступающих в основной капитал предприятий за период с 2002 по 2009 годы, ни разу не превышал 5,2%.

Одной из самых главных проблем на пути расширения спектра и масштабов инвестиционного кредитования СВП в Узбекистане являются высокие риски коммерческих банков, связанные с большим лагом времени на реализацию долгосрочных инвестиционных проектов, что предъявляет высокие требования к анализу и оценке их конечной эффективности. В связи с этим в процессе подготовки и реализации долгосрочных кредитов банки работают не только с руководителями и специалистами СВП, но и с широким кругом профессиональных участников финансового рынка, включая страховые и аудиторские компании, специализированные оценочные и юридические фирмы, рейтинговые и маркетинговые агентства, проектные и научные институты.

Таблица 3.2.7

Данные об удельном весе кредитов банков в общей структуре инвестиций в основной капитал предприятий Узбекистана (в %)⁵

2002г.	2003г.	2004г.	2005г.	2006г.	2007г.	2008г.	2009г.	Прирост в 2009г. по отношению к 2002г. (в пунктах)
2,3	2,7	2,6	3,8	3,8	3,1	5,0	5,2	2,9

Медленный рост масштабов инвестиционного кредитования банками СВП национальной экономики обусловлен:

- недостаточно быстрыми темпами модернизации правовой и нормативно-технической базы, регламентирующей процессы организации проектного финансирования и участия в нем коммерческих банков;

- затянувшимся созданием институциональных основ государственной системы поддержки механизмов синдицированного финансирования;

- недостаточно эффективной работой государственной системы информирования потенциальных иностранных инвесторов о перспективных инвестиционных проектах и инвестиционном потенциале СВП республики;

- слабой профессиональной подготовкой менеджерских кадров коммерческих банков в вопросах инвестиционного кредитования и риск-менеджмента;

- функциональной неразвитостью национального рынка инвестиционных ресурсов, призванного снижать риски долгосрочных иностранных инвесторов, вкладывающих свои инвестиции в крупные инвестиционные проекты на территории Узбекистана.

Расширение масштабов инвестиционного кредитования со стороны отечественных институциональных инвесторов процессов модернизации СВП сдерживается из-за отсутствия механизма защиты долгосрочных финансовых активов страховых компаний, коммерческих банков, инвестиционных фондов и других институтов коллективного инвестирования.

⁵ Составлено по данным Госкомстата Республики Узбекистан за 2009г.

В качестве других проблем, имеющих в области инвестиционного кредитования инновационных проектов, можно выделить следующие:

- недостаточно высокий профессиональный уровень специалистов банков осуществляющих разработку и реализацию крупных инвестиционных проектов;

- низкое качество анализа бизнес-планов и подготовки ТЭО инвестиционных проектов на прединвестиционной стадии, особенно в части освоения выпуска качественной продукции и завоевания необходимых сегментов на международных рынках товаров и услуг;

- высокая степень риска в проектном финансировании в части сроков окупаемости произведенных затрат и получения запланированного уровня доходов участниками проектного финансирования.

К числу существенных трудностей, которые создает механизм инвестиционное кредитование для заемщиков кредитных ресурсов из числа СВП, следует отнести:

- высокий уровень комиссионных выплат за оценку инвестиционных проектов и организацию их финансирования со стороны банка;

- высокие затраты на предварительные проектные работы (бизнес-планирование и экономическая, финансовая, техническая, экологическая, организационно-правовая, коммерческая и маркетинговая экспертизы);

- длительный период рассмотрения заявки на открытие финансирования самих инвестиционных проектов;

- не всегда оправданный контроль со стороны кредиторов на всех стадиях реализации инвестиционного процесса;

- высокий уровень риска потери независимости инициатора инвестиционного проекта.

Для своевременного устранения указанных барьеров и трудностей на пути расширения масштабов инвестиционного кредитования банками программ модернизации СВП требуется более высокий уровень координации усилий экономических ведомств, органов отраслевого и регионального управления, а также самих предприятий данной категории, о чем пойдет речь в четвертой главе данной монографии.

3.3. Оценка эффективности использования банками потенциала ценных бумаг для финансирования программ модернизации СВП Узбекистана

Перспективными методами инвестиционного обеспечения потребностей СВП Узбекистана в последние годы становится акционерное и долговое финансирование посредством эмиссий собственных акций и корпоративных облигаций.

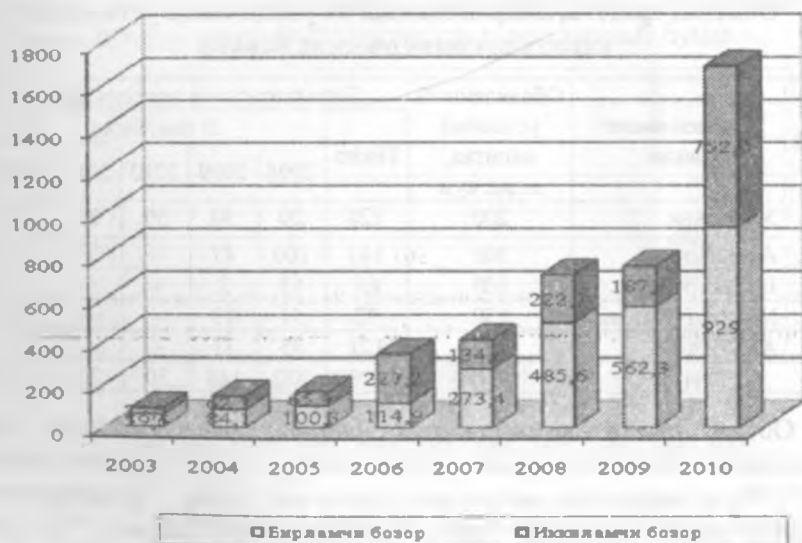
Основные цели коммерческих банков Узбекистана, которые они преследуют в процессе инвестиционного обеспечения потребностей модернизации СВП с помощью ценных бумаг наглядно показаны на рис. 3.3.1.



Рис. 3.3.1 Основные цели коммерческих банков в процессе инвестиционного обеспечения потребностей СВП

Центральное место среди них принадлежит вложению собственных и привлеченных средств банков в ценные бумаги, эмитируемые стратегически важными предприятиями, а также операциям по трастовому управлению их акциями, облигациями и другими активами. Не менее важное значение для СВП имеет участие банков в выводе их акций или облигаций на зарубежные рынки капитала (программы «IPO»), помощь в проведении процедур слияния или поглощения (M&A), оказании посреднических инвестиционных услуг на рынке ценных бумаг, а также в организации эффективного контроля над собственностью и финансовыми потоками СВП.

Наиболее реальным направлением расширения масштабов участия коммерческих банков в инвестиционном обеспечении программ модернизации ключевых предприятий базовых отраслей посредством ценных бумаг является активизация их деятельности в роли наиболее крупных отечественных институциональных инвесторов, чему способствует относительно высокая динамика роста рынка ценных бумаг Узбекистана, показанная на рис. 3.3.2.



3.3.2. Динамика роста объемов фондового рынка в 2003-2010 г.г. (млрд. сум.)⁶

Основной предпосылкой активизации инвестиционной деятельности банков Узбекистана по обеспечению потребностей СВГП выступает наличие достаточных баз данных о состоянии различных сегментов финансового рынка и высококвалифицированного персонала, успешно владеющего методами инвестиционного анализа.

Одним из главных условий активизации инвестиционного обеспечения банками инновационных потребностей СВГП стало наращивание масштабов их собственной эмиссионной деятельности, чему способствовала политика Центрального банка Узбекистана, направленная на рост уровня капитализации коммерческих банков (табл. 3.3.1).

Только за последние три года совокупный капитал семи ведущих коммерческих банков страны (Национальный банк ВЭД РУз, Халк банк, Промышленно-строительный, Микрокредитный, Асака, Пахта, Галлабанк), где сосредоточено три четверти всего капитала коммерческих банков республики, возрос на 42%.

Таблица 3.3.1

Объемы средств, направляемых на увеличение уставного капитала коммерческих банков

№	Наименование банка	Объявленный уставный капитал, млрд. сум	Дополнительная эмиссия акций					
			Итого	В том числе				
				2008	2009	2010	2011	2012
1.	Халк банк	200	120	20	30	30	20	20
2.	Асакабанк	300	147	100	47	—	—	—
3.	Промстройбанк	100	65	63	2	—	—	—
4.	Микрокредитбанк	150	72	54	18	—	—	—
5.	Агробанк	150	121	85	31	—	—	—
Всего		900	490	272	148	30	20	20

Объем акций коммерческих банков, реализованных на вторичном биржевом рынке Узбекистана в 2010 году составил 37,35%, а остальная часть приходится на долю размещения акций новых эмиссий банков на первичном рынке, где за последние пять лет наблюдается рост их доли с 65,8% в 2006 году до 99,7% в 2010 году (рис. 3.3.3).

¹ Составлено автором на основе данных Центрального Банка Республики Узбекистан РФБ «Тошкент»

За 2010 год рыночная капитализация банков Узбекистана выросла на 45,3% по сравнению с 2009 годом. Наиболее значительно выросла рыночная капитализация таких банков как ОАКБ "Кишлок курилиш банка" (435,4%) и ОАКБ "Агробанка" (230%), а снизилась у таких банков как ЧОАКБ "Равнак-банк" (-28,6%), ЧОАКБ "Универсал банк" (-22,7%) и ЧОАКББ "Трастбанк" (-7,4%).

Реализация потенциала указанных альтернативных финансовых инструментов выгодно отличается от традиционных методов инвестиционного обеспечения, т.к. позволяет привлекать с открытого рынка неограниченные ресурсы населения и юридических лиц посредством рынка ценных бумаг.

Преимуществом организации инвестиционной деятельности коммерческих банков в интересах инновационного развития СВП Узбекистана выступает то, что они могут выступать на нем не только в роли традиционных кредиторов и операторов финансового рынка, но и выполнять функции институциональных инвесторов, инвестиционных консультантов, инвестиционных посредников и других профессиональных участников рынка ценных бумаг.

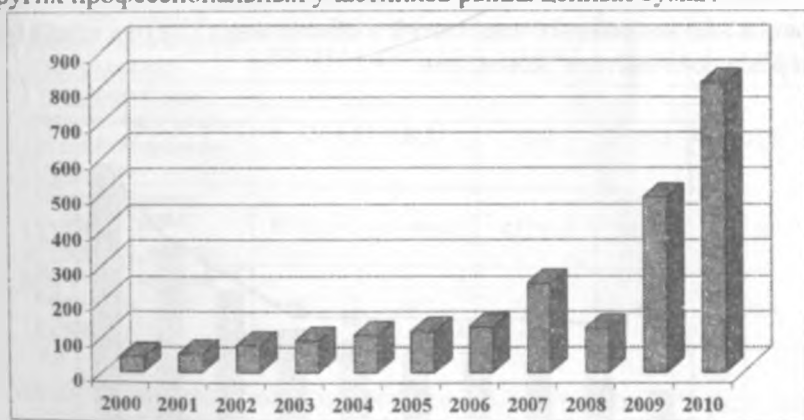


Рис. 3.3.3. Динамика роста объемов эмиссии ценных бумаг коммерческих банков Узбекистана, за период в млрд. сум.

Благодаря государственной поддержке, по сравнению с 2007 годом совокупный капитал ведущих коммерческих банков страны увеличился в 2009 году увеличился еще в 2 раза.(см.рис.3.3.4)

Центральным направлением расширения масштабов участия банковского сектора в инвестиционном обеспечении СВП Узбекистана является активизация их деятельности в роли наиболее крупных институциональных инвесторов. Для осуществления относительно долгосрочных вложений на нужды развития СВП коммерческими банками Узбекистана во все возрастающих размерах используется потенциал их эмиссионной деятельности. Если в 2004 году общий объем дополнительной эмиссии акций банков Узбекистана составлял 95,3 млрд. сум, то в 2009 году данный показатель достиг 1038,0 млрд. сум.

Выполняя Постановление Президента Республики Узбекистан №ПП-1317 от 6 апреля 2010 года «О мерах по дальнейшему повышению финансовой устойчивости и усилению инвестиционной активности банковской системы», банковские институты республики активизировали свое участие в финансировании строительства крупных промышленных предприятий для производства сырьевых компонентов, расширении масштабов локализованного производства комплектующих, широкого внедрения инновационных технологий и обеспечения взаимосвязи науки и реального сектора экономики.

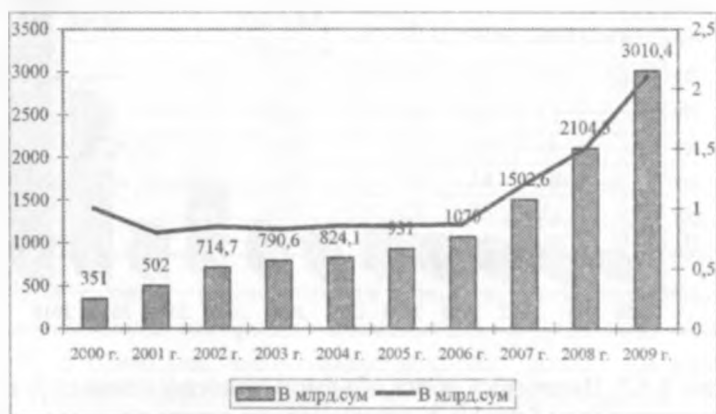


Рис. 3.3.4. Динамика роста уровня капитализации коммерческих банков Узбекистана⁸

⁸ Рисунок составлен автором

Постоянно увеличивают использование собственного капитала и привлечённых средств клиентов. Осуществляя дополнительные выпуски акции, СВП получают инвестиционные ресурсы банков практически в бессрочное пользование, что заметно расширяет масштабы их ресурсной базы и возможности для модернизации производства. (табл 3.3.2).

Показателем возросшей инвестиционной активности банков в роли институциональных инвесторов на рынке акций Узбекистана служит тот факт, что в 2008 году на долю 5 крупнейших коммерческих банков пришлось более 80,5 % объема приобретенных акций крупнейших эмитентов страны.

Таблица 3.3.2.

Основные показатели деятельности банков в качестве эмитентов на РФБ «Тошкент»

(млн. сум)

№	Показатели эмиссионной деятельности	2006г.	2007г.	2008г.	2009г.	2010г.
1.	Общий годовой оборот РФБ «Тошкент»	137 119.1	115 233.9	111 887.3	89 987.4	64 378.8
2.	Удельный вес доп. эмиссий акций банков от общего биржевого оборота, %	1.3	29,7	18.4	13.0	31.6
3.	Торговля акциями банков на РФБ «Тошкент», млн. сум	16 711.9	69 499.0	43 799.6	39 397.3	32 382.2
4.	Торговля акциями банков на РФБ «Тошкент», %	12.2	60.3	39.1	43.9	50.3

Мощный импульс росту инвестиционной активности банков дал выход в свет Постановления Президента Республики Узбекистан от 12 июля 2007 года №ПП-670 «О мерах по дальнейшему повышению капитализации банков и активизации их участия в инвестиционных процессах по модернизации экономики», согласно которому коммерческие банки Узбекистана были обязаны размещать не менее 25% от объема вновь выпускаемых акций через Республиканскую фондовую биржу «Тошкент». В результате

реализации данной меры сумма сделок с акциями коммерческих банков на биржевом фондовом рынке уже в 2007 г. достигла 69,5 млрд. сум., что составило более 34%. Наиболее ликвидными на биржевых торгах в 2009 году были акции АКБ «Капитал-банк» (5,2 млрд. сум), АКБ «Алока-банк» (5,0 млрд. сум), АКИБ «Ипак-Йули» (3,4 млрд.сум), АКБ «Кишлок курилиш банк» (2,9 млрд. сум), АКИБ «Ипотека-банк» (2,7 млрд. сум).

На рис. 3.3.5. показана отраслевая структура оборота ценных бумаг на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» в 2010 году, в которой удельный вес акций коммерческих банков составил 43,8 %.



Рис. 3.3.5. Отраслевая структура оборота ценных бумаг на РФБ «Тошкент» за 2009 год (% к итогу)

Росту масштабов инвестиционных вложений банков в программы инновационного развития СВП способствовала также тенденция к увеличению емкости национального рынка депозитных и сберегательных сертификатов, что обусловлено отсутствием у банков больших организационных и временных затрат на их выпуск и обращение., а также постоянным спросом на них со стороны клиентов банков из-за их выгоды и удобства в обращении.

Значительному расширению масштабов инвестиционных вложений банков в капиталы СВП республики способствовал выход в свет 15 апреля 2005 года Постановления Президента Республики Узбекистан № ПП-56 «О мерах по дальнейшему реформированию и либерализации банковской системы», согласно которого коммерческим банкам было разрешено

участвовать на первичном рынке ценных бумаг и приобретать в установленном порядке акции приватизируемых предприятий в размере до 50 % от объема их выпуска». Реализация на практике указанной меры способствовала росту инвестиционной активности банков на национальном рынке акций, о чем свидетельствует тот факт, что уже в 2008 году на долю 5 крупнейших коммерческих банков Узбекистана пришлось более 70,5% объема приобретенных акций крупнейших эмитентов страны, большинство из которых являются СВП (табл 3.3.3).

Таблица 3.3.3

**Основные показатели инвестиционной деятельности банков
на РФБ «Тошкент»**

№	Показатели	2006г.	2007г.	2008г.	2009г.	2010г.
1.	Доля операций банков-брокеров в общем обороте торгов на РФБ «Тошкент», %	4,9	7,6	119	40,8	61,6
2.	Объемы дополнительных эмиссий ценных бумаг банков, реализованных на РФБ «Тошкент», млн. сум	1824,5	34241,4	20604,8	11681,6	20339,2
3.	Участие банков на биржевом рынке в качестве инвестора, млн сум	5035,7	6910,5	9405,8	8294,8	12419,7
4.	Участие банков на биржевом рынке в качестве инвестора, %	3,7	6,0	8,4	9,2	19,29

В табл. 3.3.4 приведены данные об отраслевой направленности инвестиций в основной капитал предприятий республики, большая часть которых сформирована из ресурсов коммерческих банков и их вкладчиков.

Таблица 3.3.4

Освоение инвестиций в основной капитал предприятий по отраслям экономики Узбекистана (в млрд. сум)⁹

	2008 г.	в % к итогу	2009 г.	в % к итогу
Всего	8483,7	100,0	12531,9	100,0
Отрасли производственного назначения	6397,5	75,4	9491,2	75,7
топливно-энергетическая	1170,2	13,8	1759,1	14,0
металлургия	430,2	5,1	517,1	4,1
химическая и нефтехимическая	164,4	1,9	232,4	1,8
машиностроение	190,2	2,2	335,7	2,7
легкая	240,1	2,8	170,6	1,4
пищевая	198,1	2,3	188,1	1,5
строительных материалов	100,3	1,2	209,8	1,7
сельское хозяйство	258,4	3,1	385,6	3,1
транспорт и связь	2227,6	26,3	3935,5	31,4
другие	1418,0	16,7	1258,6	14
Отрасли непроизводственного назначения	2086,2	24,6	3040,7	24,3

Анализ отраслевой структуры привлекаемых инвестиций показывает, что наиболее крупные объемы инвестиций привлекались на такие важные инвестиционные проекты Национальной холдинговой компании «Узнефтегаз», как организация бурения нефти и газа на СП «Гиссарнефтегаз» (8,7 млн. долл. США), переработка газового конденсата на ООО «Нефтегазстройсервис» (3,4 млн. долл. США) в Кашкадарьинской области и др.

Перспективным направлением участия банков Узбекистана в инвестиционном обеспечении СВП в последние годы становится их участие в обслуживании процедур слияний и поглощений (СИП), позволяющих данной категории предприятий наращивать масштабы своего присутствия на занимаемых ими сегментах рынка или получать другие конкурентные преимущества. Как видно из табл. 3.3.5, наибольшее распространение данный вид акционерного

⁹ По данным Госкомстата Республики Узбекистан

Таблица 3.3.5

Данные о рынке слияний и поглощений Узбекистана
за 2005-2008 годы

Отрасли	2005 год		2006 год		2007 год		2008 год	
	Количество сделок	Суммарный объем, млн. дол. США	Количество сделок	Суммарный объем, млн. дол. США	Количество сделок	Суммарный объем, млн. дол. США	Количество сделок	Суммарный объем, млн. дол. США
Строительство	5	18.25	5	16.9	-	-	2	30.31
Текстильная	1	н/д	5	165.4	-	-	3	71.08
Телекоммуникация	1	10	3	276.8	8	476.2	1	50
Электротехника	1	24	3	31.7	2	12.1	-	-
Энергетика	-	-	3	14.5	-	-	-	-
Банковская	2	32	2	8.9	1	5.0	2	3.39
Пищевая	2	8.21	2	38.17	-	-	1	3.0
Химпром	1	н/д	2	2.2	3	118.6	-	-
Нефтегазовая	1	4.27	1	н/д	-	-	2	581.2
Туристическая	-	-	1	0.7	2	1.4	1	7.0
Хлопкопром	-	-	1	0.9	-	-	-	-
Машиностроение	-	-	1	2.53	3	8.8	2	8.57
Тяжелая промышленность	1	н/д	-	-	-	-	-	-
Автопром	1	100	-	-	3	36.9	3	66.0
Птицеводство	-	-	1	0.126	-	-	-	-
Золотодобыча	-	-	-	-	3	187.6	-	-
Прочие	-	-	-	-	1	2.42	20	15.25
Итого	15	196.7	30	558.8	26	849.02	37	835.8

финансирования получил в нефтегазовой, автомобилестроительной, отраслях а также в сфере телекоммуникаций и строительства.

Главной задачей инвестиционных подразделений коммерческих банков и менеджеров СВП в настоящее время является целевое использование привлеченных посредством ценных бумаг средств для расширения масштабов финансирования таких их потребностей, как ввод новых мощностей, техническое и технологическое обновление действующих производственных фондов, освоение качественно новых видов продукции, совершенствование маркетинга и менеджмента, улучшение подготовки и переподготовки кадров, призванных обеспечить не только высокие темпы развития.

но и гарантировать высокий уровень дивидендов для акционеров и потенциальных инвесторов.

Широкие возможности для совершенствования инвестиционного обеспечения инновационных потребностей СВП открываются в процессе реализации банками функций инвестиционного посредничества на рынке ценных бумаг. Высокое качество оказываемых банками услуг инвестиционного характера обеспечивается благодаря способности свободно ориентироваться на различных сегментах рынка ценных бумаг, наличию у них мощных информационных баз и высоко квалифицированных специалистов.

Главным преимуществом банков в роли инвестиционных посредников СВП выступает то, что они являются для большинства юридических и физических лиц независимыми наиболее надежными финансовыми институтами, способными выполнить взятые на себя обязательства. Кроме того, их деятельность постоянно контролируется органами банковского надзора, что заставляет банки постоянно диверсифицировать свою деятельность, снижая уровень инвестиционного риска мелких и средних инвесторов. Прибегая к услугам банков, СВП и их дочерние предприятия нередко получают определенные льготы в процессе банковского обслуживания, включая инвестиционное консультирование, юридическое обслуживание, возможность пользоваться базами данных банка и др.

Об активизации посреднических операций банков по обеспечению инвестиционных потребностей СВП свидетельствуют возросшие масштабы андеррайтинговых, трастовых и брокерских операций, предназначенных для размещения, купли-продажи и управления портфелями их ценных бумаг.

В табл. 3.3.6 приведен перечень коммерческих банков, активно участвующих в размещении корпоративных облигаций предприятий реального сектора на фондовом рынке Узбекистана.

Наиболее активно трастовыми и брокерскими операциями с ценными бумагами СВП занимаются Национальный банк ВЭД, АКБ «Узпромстройбанк», Траст-банк, Ипак Йули банк, Хамкор банк и другие. В последние годы большим спросом со стороны данной категории предприятий пользуются консультационные, депозитарные, трансфер-агентские, учетно-расчетные и маркетинговые услуги коммерческих банков Узбекистана.

Таблица 3.3.6.

**Крупнейшие андеррайтеры на рынке корпоративных
облигаций Узбекистана (2005-2009 гг.)¹⁰**

№	Андеррайтеры	Объемы эмиссии (млн.сум)	Доля	Количество эмиссий	Доля
1.	Национальный банк ВЭД РУз	8656	11,84%	8	6,84%
2.	Капиталбанк	4648	6,36%	10	8,55%
3.	Ипак Йули Банк	4540	6,21%	9	7,69%
4.	Ипотекабанк	4570	6,25%	5	4,27%
5.	УзПСБ	2100	2,87%	2	1,71%
6.	Халк банки	1500	2,05%	3	2,56%
7.	UzKDB Bank	1400	1,92%	1	0,85%
8.	Остальные	10290	14,09%	15	12,83%
9.	Итого	37704	51,59%	53	45,30%

Расширение масштабов участия банков в деятельности СВП выгодно и самим коммерческим банкам республики, поскольку, наряду с расширением клиентской базы, увеличением масштабов их собственной инвестиционной деятельности, оно открывает перед ними дополнительные возможности для повышения уровня доходности и ликвидности банковского бизнеса.

Вместе с тем результаты проведенных исследований показывают, что, несмотря на рост абсолютных показателей инвестиционной активности кредитных организаций Узбекистана, удельный вес вкладываемых банками инвестиций в общем объеме инвестиций, поступающих на нужды развития крупных предприятий республики, остается на относительно низком уровне, не превышающем 5,5%.

Отмечая возросшие в количественном отношении объемы оказываемых коммерческими банками услуг для стратегически важных предприятий республики, следует признать, что масштабы и качество их инвестиционной деятельности остаются пока крайне ограниченными. Пассивность коммерческих банков в вопросах наращивания масштабов инвестиционного обслуживания программ модернизации СВП посредством ценных бумаг обусловлена не

¹⁰ Составлена на основе данных ЦКК за функционированием РЦБ при Госкомимущества РУз за 2005-2009 гг.

только склонностью к традиционным банковским инвестиционным операциям, слабым уровнем знания банковскими специалистами потенциала инвестиционного менеджмента, но и высокой рискованностью инвестиционной деятельности на рынке корпоративных ценных бумаг Узбекистана из-за его низкой прозрачности, отсутствия надёжных эмитентов, а также неразвитости инфраструктуры. Так, только 6 из 30 действовавших в 2010 году коммерческих банков имели в своем составе брокерские конторы, что составляет около 10,0% от общего числа данной категории инвестиционных посредников, функционирующих на рынке ценных бумаг Узбекистана. Из 36 действующих на фондовом рынке республики депозитарных организаций второго уровня по состоянию на 1 января 2010 года только 5 созданы на базе коммерческих банков республики. Отечественные банки пассивно участвуют в качестве организаторов залогодательных операций с ценными бумагами СВП, т.к. это требует от них не только знания тонкостей кредитного дела, но и хороших навыков инвестиционного анализа ценных бумаг.

Обращает внимание и тот факт, что, несмотря на постоянно растущие масштабы эмиссии акций и банковских сертификатов, следует признать пассивность большинства банков республики в деле использования потенциала банковских облигаций, которые способны обеспечить привлечение значительных финансовых средств на нужды наращивания инвестиционной активности банков в сфере портфельного инвестирования. К сожалению, за исключением НБ ВЭД РУз и АК «Капиталбанк», большинство действующих в настоящее время банков республики слабо используют потенциал этого перспективного фондового инструмента.

Подтверждением недостаточной эффективности инвестиционной деятельности банков по обслуживанию потребностей модернизации СВП служат то, что темпы роста процентного дохода коммерческих банков Узбекистана за период с 2000 по 2007 годы намного выше темпов роста дохода от их операций с ценными бумагами (рис. 3.3.6)

Основные причины пассивного участия отечественных банков в управлении портфелями ценных бумаг СВП связаны как с коммерческими банками (недостаточный размер собственного капитала, от-

существование грамотных и опытных специалистов и соответствующих баз данных), так и с недостатками в работе их самих как эмитентов (отсутствие взвешенных стратегий развития, недостаточная прозрачность финансовой деятельности, низкий уровень корпоративного управления).

Активизации инвестиционной деятельности банков по обслуживанию потребностей СВП препятствует то, что в республике в последние годы сформировался фрагментарный, с высоким уровнем монополизированности рынок корпоративных ценных бумаг, отличающийся низким уровнем информационной прозрачности и высокой степенью концентрации сделок, охватывающих обращение ценных бумаг ограниченного числа отечественных эмитентов.



Рис. 3.3.6. Динамика доходов от операций коммерческих банков Узбекистана с ценными бумагами (млн. сум) ¹¹

Негативное влияние на процесс расширения масштабов финансового обеспечения потребностей данной категории субъектов хозяйствования за счет средств акционерного и долгового финансирования оказывает крайне ограниченный спектр предлагаемых данной категорией предприятий ценных бумаг, низкая конкурентоспособность выпускаемой продукции многих эмитентов

¹¹ Источник: Отчет департамента ценных бумаг Центрального банка Республики Узбекистан

ценных бумаг, а также недостаточный уровень прозрачности их деятельности.

Расширению масштабов использования потенциала акций и облигаций для финансирования программ модернизации СВП сдерживает то обстоятельство, что руководители большинства стратегически важных предприятий Узбекистана рассматривают их как финансовые активы, обладающие исключительно высоким уровнем риска.

Учитывая явно недостаточный уровень использования банками потенциала ценных бумаг для инвестиционного обеспечения потребностей СВП, от органов государственного управления требуется принятие безотлагательных мер по стимулированию их деятельности в качестве инвестиционных инвесторов и финансовых посредников.

Устранению отмеченных недостатков в инвестиционном обеспечении банками инновационных потребностей СВП должны помочь скоординированные усилия государства, предприятий и банков по реализации долгосрочной Программы целевых проектов по модернизации и техническому обновлению базовых отраслей экономики Узбекистана. Участие в ее реализации за счет более эффективного использования потенциала ценных бумаг позволит значительно расширить масштабы инвестиционного обеспечения банками процессов внедрения современных инновационных технологий и освоения новых продуктов и услуг, что будет способствовать выходу Узбекистана на новые рубежи интеграции в мировое экономическое сообщество.

В заключение данного параграфа следует сделать вывод, что национальная банковская система пока еще слабо использует потенциал ценных бумаг для расширения масштабов инвестиционного обеспечения процессов модернизации стратегически важных предприятий реального сектора экономики. В результате основная масса инвестиционных ресурсов на эти цели формируется за счет собственной прибыли предприятий, иностранных прямых инвестиций и долгосрочных банковских кредитов. Наличие указанных обстоятельств значительно сужает потенциал инвестиционной деятельности банков, который можно было бы направить на нужды инновационного развития СВП Узбекистана. В связи с этим от органов регулирования банковской и фондовой деятельности

требуется большая работа по переориентации банковских институтов на расширение спектра и увеличение масштабов использования инструментов акционерного, долгового финансирования посредством ценных бумаг в качестве альтернативных источников финансирования программ модернизации СВП.

Несмотря на имеющиеся трудности и барьеры, механизм активизации инвестиционного обеспечения банками процессов модернизации СВП республики должен приобретать всё более четко выраженные институциональные очертания и функциональное развитие, т.к. благодаря ему уже в краткосрочной перспективе можно будет значительно расширять масштабы интеграции промышленного и финансового капитала в интересах обеспечения устойчивых темпов социально-экономического развития Узбекистана.

ГЛАВА 4. ПУТИ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО КРЕДИТОВАНИЯ БАНКАМИ ПОТРЕБНОСТЕЙ МОДЕРНИЗАЦИИ СВП

4.1. Дальнейшее совершенствование механизма реализации синдицированного кредитования программ модернизации СВП

Система эффективного управления инвестиционным обеспечением стратегически важных предприятий складывается из органического единства источников, методов и форм финансирования их инвестиционных потребностей. Традиционным средством укрепления связей данной категории субъектов хозяйствования с коммерческими банками являются кредитные отношения, которые способны оказывать мощное воздействие на расширение масштабов обновления производства, увеличение капитальных и текущих затрат предприятий на реализацию крупных инвестиционных проектов. Учитывая специфику переходного периода становления рыночных отношений в Республике Узбекистан, а также неразвитость многих сегментов национального финансового рынка, наиболее перспективным методом инвестиционного кредитования банками потребностей развития СВП в краткосрочной и среднесрочной перспективе становится синдицированное кредитование. Не случайно в книге Президента Республики Узбекистан И.А. Каримова «Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана» подчеркивается: «Узбекистан за истекший период своего независимого развития всегда придерживался принципа по отказу от краткосрочных спекулятивных кредитов и привлечения иностранных инвестиций, в основном, на долгосрочной основе и по льготным процентным ставкам». [1.3.6]

Для стратегически важных предприятий Узбекистана потребность в синдицированном кредитовании как эффективном инструменте банковского инвестиционного кредитования связана с необходимостью масштабных и долгосрочных заимствований, без которых невозможна модернизация различных сторон их деятельности и выход на зарубежные рынки сбыта продукции или услуг. Другая причина обращения к синдицированному кредито-

ванию обусловлена наличием высоких барьеров выхода на международные финансовые рынки, что объясняется, прежде всего, транзитивным характером национальной экономики, характеризующимся высокой неопределенностью и отличной от развитых стран мира практикой ведения бизнеса. В результате из всех потенциальных заемщиков иностранных кредитов только СВП обладают в настоящее время прерогативой использования преимуществ международных рынков долгосрочного синдицированного кредитования в силу высокого уровня капитализации своего бизнеса и способности к получению государственных гарантий на внешние заимствования.

Другой предпосылкой внедрения синдицированного кредитования в Республике Узбекистан является в отсутствие у большинства коммерческих банков необходимой ресурсной базы, позволяющей своевременно и в полном объеме финансировать потребности инновационного обновления отечественных СВП.

Немаловажная проблема, препятствующая широкому использованию потенциала синдицированного кредитования, связана с низким уровнем проработки финансируемых с его помощью инвестиционных проектов из-за недостаточной информированности их инициаторов о реальном состоянии рынков технологий и сбыта продукции, отсутствия достаточного практического опыта в использовании современных наукоемких технологий и низкого уровня прозрачности их финансовой деятельности.

Наличие указанных причин диктует необходимость институционального укрепления и функционального развития механизма синдицированного кредитования банками крупных инвестиционных проектов СВП.

Определяя приоритетные направления институционального укрепления рынка синдицированных кредитов в Республике Узбекистан, нельзя забывать о том, что их реализация должна осуществляться поэтапно, по мере углубления экономических преобразований в стране и реформирования национальной банковской системы в целом. Для расширения масштабов и повышения качества синдицированного кредитования программ модернизации СВП необходим благоприятный инвестиционный климат в стране в целом.

Институциональное укрепление механизма синдицированного кредитования в Республике Узбекистан невозможно без активного участия государства, заинтересованного в становлении этого эффективного механизма финансирования потребностей модернизации национальной экономики. Основными формами воздействия государства на развитие синдицированного кредитования в Узбекистане в краткосрочной перспективе должны стать:

1) участие в страховании рисков участников синдицированных кредитов, возникающих в процессе реализации крупных инвестиционных проектов национального масштаба;

2) содействие аккумулированию средств для финансирования приоритетных направлений модернизации базовых отраслей национальной экономики;

3) совершенствование нормативно-регламентирующей правовой базы, механизм синдицированного кредитования и обеспечения обеспечивающей защиту авторских прав и иностранных и отечественных инвесторов;

4) улучшение системы базовой подготовки и повышения квалификации кадров, связанных с реализацией процессов синдицированного кредитования;

5) формирование необходимой инфраструктуры, обеспечивающей потребности основных участников синдицированного кредитования;

6) совершенствование механизма регулирования отношений между участниками синдикации связанных с реализацией потенциала синдицированного кредитования.

Необходимым условием внедрения механизма синдицированного кредитования должны стать разработка и реализация долгосрочной политики инновационного обновления реального сектора национальной экономики, позволяющей выстраивать эффективную систему инвестиционного обеспечения модернизации её ключевых предприятий. Наличие такой общегосударственной программы должно стать ориентиром для экономических министерств и ведомств республики, которые должны изыскивать ресурсы и находить стимулы для банковских институтов, страховых компаний, инвестиционных фондов и других институциональных инвесторов активизировать свои усилия по вложению долгосрочных

инвестиций в программы модернизации СВП. Только своевременная консолидация усилий органов государственного управления, финансовых институтов и самих СВП позволит сформировать условия для внедрения механизма синдицированного кредитования в хозяйственную практику Узбекистана.

Центральное место в рассматриваемом механизме должно принадлежать организационно-техническому и информационно-аналитическому обеспечению процедуры проведения качественной экспертизы разрабатываемых инвестиционных проектов на предмет их конкурентоспособности, окупаемости произведенных затрат и своевременного погашения выдаваемых банками синдицированных кредитов.

Другим важным направлением институционального укрепления механизма синдицированного кредитования в Республике Узбекистан должно стать формирование развитой системы инфраструктурного обеспечения участников синдикации за счет организации широкой сети специализированных инфраструктурных формирований, призванных снижать риски институциональных кредиторов, и обеспечивать защиту их прав.

Для своевременного создания инфраструктуры синдицированного кредитования в Узбекистане требуется решение таких принципиально важных задач, как:

- обеспечение широкого выбора консультантов, экспертов и посредников, способных оказывать практическую помощь банкам и заемщикам в процессе реализации инвестиционных проектов;

- законодательное и судебное обеспечение защиты прав и законных интересов банков и других участников процесса реализации крупных инвестиционных проектов СВП;

- расширение спектра кредитных инструментов долгосрочного характера на рынке банковских услуг Узбекистана, учитывающих специфические интересы и возможности различных категории заемщиков,

- снижение уровня рисков, принимаемых инициаторами крупных инвестиционных проектов и самими коммерческими банками в процессе их реализации;

- расширение спектра, повышение качества и обеспечение доступности услуг, оказываемых различным участникам инвестиционного процесса

Основными инструментами реализации государственной политики в области развития механизма синдицированного кредитования должны стать республиканские, отраслевые и региональные программы модернизации базовых отраслей реального сектора экономики Узбекистана.

Результаты проведенного автором исследования позволяют внести ряд конкретных предложений, направленных на расширение масштабов и повышение качества банковского синдицированного кредитования крупных инвестиционных проектов СВП Узбекистана. Так, в целях совершенствования системы оценки заложенного имущества по крупным инвестиционным кредитам и оценки качества представленных бизнес - планов коммерческим банкам целесообразно привлекать на платной основе опытных аналитиков или специализированные оценочные компании.

Содержание предлагаемых автором критериев оценки эффективности участия банков в инвестиционном обеспечении крупных проектов модернизации СВП, реализуемых в рамках указанных программ, представлено на рис. 4.1.1.

В целях предотвращения поступления в республику некачественного технологического оборудования, комплектующих изделий и исходного сырья необходимо введение в практику синдицированного кредитования инвестиционных проектов национального масштаба обязательного представления от иностранных поставщиков гарантии известных иностранных банков по качеству производителей продукции.

Для повышения эффективности управления процессами освоения синдицированных кредитов целесообразно закрепление за ведущими специалистами коммерческих банков, проводящих комплексную экспертизу конкретных инвестиционных проектов, функций по дальнейшему мониторингу и контролю их реализации. Учитывая большие, сложность и рискованность процессов освоения синдицированных кредитов для СВП национальной экономики, важно своевременно устранять источники потенциальных угроз на пути их реализации за счет повышения качества работы кредитных подразделений банков и использования достижений современного финансового риск менеджмента на всех стадиях их реализации.

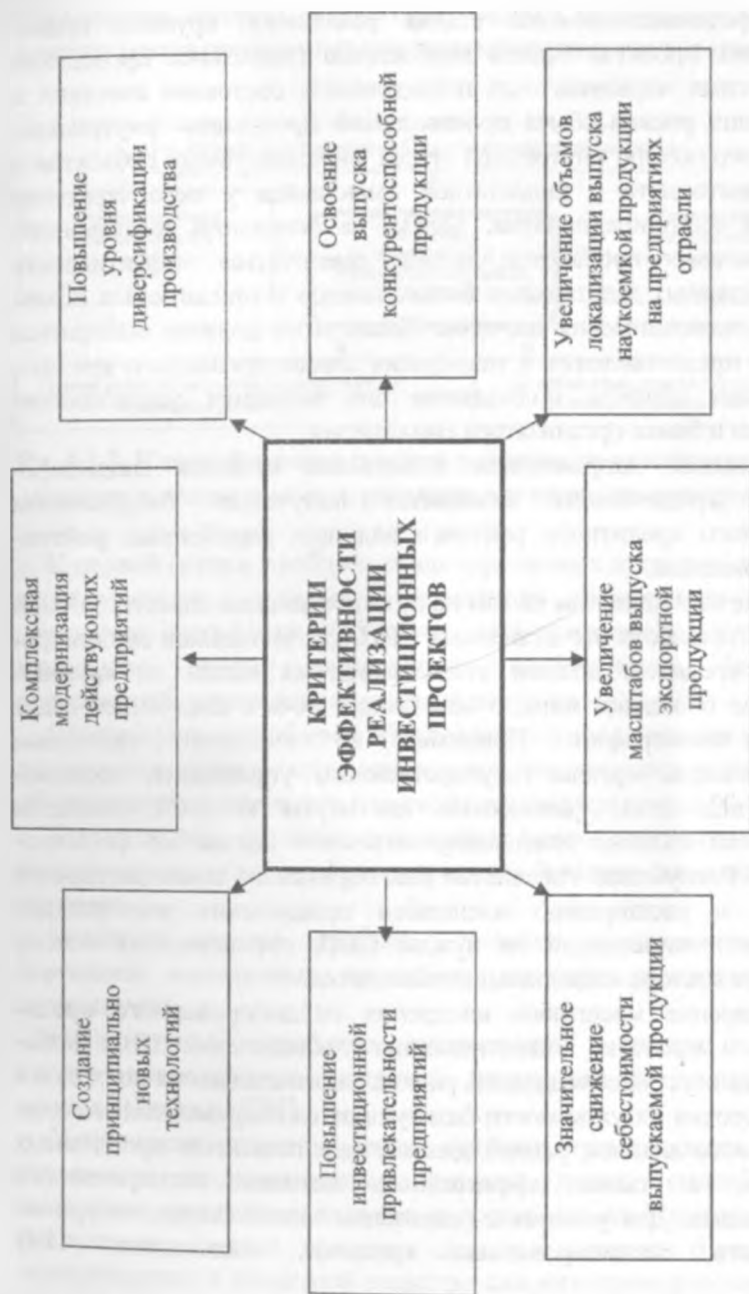


Рис. 4.1.1. Предлагаемые критерии оценки эффективности кредитования инвестиционных проектов СВН

На прединвестиционной стадии реализации крупных инвестиционных проектов банкам необходимо тщательное проведение комплексных маркетинговых исследований, состояния внешних и внутренних рисков сбыта производимой продукции внутристранового окружения, внутренней среды финансируемых субъектов а также достоинств и недостатков имеющейся у него стратегии развития всего предприятия. Только на основании всесторонних маркетинговых проработок должна оцениваться эффективность представляемых заемщиками бизнес-планов и прилагаемых к ним технико-экономических расчетов. После этого должны выбираться условия предоставления и погашения синдицированного кредита, наилучшим образом, подходящие для заемщика, управляющей компании и банка-организатора синдикации.

Актуальным направлением повышения качества синдицированного кредитования становится получение Узбекистаном суверенного кредитного рейтинга ведущих зарубежных рейтинговых компаний.

Крайне необходимым шагом на пути повышения инвестиционной привлекательности отечественных СВП, как заемщиков синдицированных кредитов, должен стать вывод их акций на крупные биржевые площадки мира, о чем пойдет речь в следующей главе данной монографии. Принимая во внимание указанные обстоятельства, органы государственного управления, экономические ведомства, финансовые институты и сами эмитенты республики должны консолидировать свои усилия по формированию в Республике Узбекистан благоприятного инвестиционного климата и расширению масштабов привлечения иностранных кредитов и инвестиций на нужды СВП, составляющих основу реального сектора национальной экономики.

Расширение масштабов внедрения синдицированного кредитования в практику инвестиционного обеспечения СВП Узбекистана диктует необходимость радикального изменения подходов к оценке уровня их уязвимости базирующихся современных методах финансового анализа, ранней диагностики появления проблемных кредитов, а также эффективных методах антикризисного менеджмента. Для успешной реализации задачи снижения уровня уязвимости синдицированных кредитов, выделяемых СВП

Узбекистана, автором предлагается система ранжирования причин возникновения проблемных синдицированных кредитов (рис. 4.1.2).



Рис. 4.1.2. Классификация причин уязвимости синдицированных кредитов выделяемых стратегически важным предприятиям

К первой группе проблем, синдицированных кредитов относится несовершенство отдельных элементов банковского законодательства Республики Узбекистан, что приводит к постоянному изменению правил деятельности коммерческих банков и предприятий- заемщиков кредитных ресурсов.

Вторая группа проблема, обусловлена низким уровнем реальной кредитоспособности ссудозаемщиков и некачественным залоговым обеспечением выдаваемых синдицированных кредитов.

Третья группа – проблемы, связанные с недостаточным качеством конкурентоспособности финансируемых банками инвестиционных проектов.

Четвертая группа проблем, связанно с несвоевременным освоением выделенных кредитных ресурсов предприятиями – заемщиками.

Пятая группа – проблемы, возникающие в связи с задержкой сроков погашения и выплатой процентов по долгосрочным кредитам, взятым СВП.

Устранению указанных выше проблем, повышающих уровень уязвимости синдицированных кредитов, должно способствовать внедрение системного подхода к процессам их формирования и реализации. Данные процессы должны находить отражение в меморандумах о кредитной политике каждого коммерческого банка

и составлять ядро их инвестиционной стратегии. Эти документы должны носить конкретный характер, играя роль программы реальных действий, а руководители исполнительных органов банка должны считать исполнение их положений обязательным для себя делом.

Важнейшим направлением активизации деятельности банков по снижению уязвимости синдицированных кредитов должен стать качественный экономический анализ кредитоспособности предприятий. Только взвешенный анализ конкурентоспособности инвестиционного проекта, реальной кредитоспособности самого заемщика могут дать информацию, позволяющую оценить вероятность выполнения клиентом своих обязательств и принять соответствующие управленческие решения.

Не менее важным условием снижения уровня уязвимости синдицированных кредитов, выдаваемых банками для СВП, выступает повышение качества их обеспечения, включая залог, поручительство третьих лиц или гарантии страховой компании. Для этого банки-организаторы синдикации не должны принимать решения о выдаче кредита без учета конечных целей заемщика в лице СВП, а также объективной оценки его способности вернуть кредит в полном объеме с выплатой соответствующих процентов.

Что касается гарантий под выдаваемые банками синдицированные кредиты, менеджерам банков необходимо помнить, что гарантии под долгосрочные кредиты в Республике Узбекистан могут быть выданы только банками, кредитными учреждениями и страховыми организациями. При этом правом выдачи гарантий обладают только головные офисы банков и страховых компаний, имеющие статус юридического лица. Форма гарантии должна быть ясной и однозначно определять обязательства по оплате без всяких дополнительных условий или процедур. Обязательства гаранта должны быть безусловными и ограничиваться требованием от банка-кредитора лишь заявления о невыполнении заемщиком своих обязательств по кредиту. Предусмотренное в гарантии обязательство гаранта перед банком-кредитором не должно зависеть от обязательства заемщика, в обеспечение которого она выдана. В гарантии обязательно следует предусмотреть сумму обязательства гаранта, включающую оплату основного долга.

процентов и других платежных обязательств заемщика, а также срок действия гарантии.

Неотъемлемым условием качественного управления синдицированными кредитами коммерческих банков Узбекистана должен стать высокий уровень кредитной культуры, определяемой сочетанием факторов, которые формируют кредитную среду, определяющую конкретное кредитное поведение субъектов кредитных отношений. Кредитная культура должна охватывать философию, организацию и процедуры, относящиеся к процессу кредитования стратегически важных клиентов и формирования качественного кредитного процесса в банке. С процедурной точки зрения в основе кредитной культуры коммерческих банков Узбекистана должно лежать высокое качество подготовки, выделения, реализации и погашения синдицированных кредитов.

В заключение следует сделать вывод, что в основе эффективной политики управления синдицированными кредитами крупных коммерческих банков Узбекистана должен лежать качественный рост кредитной деятельности, а не чистое стремление к увеличению объемов кредитования программ модернизации СВП национальной экономики.

Результаты проведенного автором исследования позволяют внести ряд предложений, направленных на расширение масштабов внедрения синдицированного кредитования в практику инвестиционного обеспечения потребностей ключевых предприятий Узбекистана. Так, в целях снижения уязвимости долгосрочных синдицированных кредитов целесообразно предусматривать в кредитных политиках системообразующих банков республики нормативный уровень резервных отчислений по долгосрочным ссудам в размере 0,5% от суммы брутто их совокупных активов.

Учитывая опыт работы коммерческих банков США, Японии и стран Западной Европы в условиях устранения негативного влияния мирового финансового кризиса, кредитная политика отечественных банков в процессе размещения крупных объемов кредитных ресурсов для СВП республики должна формироваться с упором на усиление контроля за рисками их освоения и обеспечения возвратности и доходности вложенных инвестиций. В связи с этим они должны стремиться к наращиванию объемов долгосрочного кредитования в пределах разумных лимитов. Указанный рост

должен контролироваться таким образом, чтобы избежать неприемлемой концентрации риска, например, по отраслям, по заемщику, по территории и т. д.

В процессе реализации синдицированного кредитования проектов, связанных с модернизацией различных сторон деятельности СВП, менеджеры банков-организаторов синдикации должны особое внимание уделять обеспечению заемщиками необходимого уровня достаточности капитала, качеству их обеспечения, наличию серьезного опыта ведения бизнеса в осваиваемой области экономики, а также квалификационному уровню работающих в проекте менеджеров и специалистов.

В качестве эффективного средства снижения негативного влияния рисков синдицированного кредитования на уровень уязвимости кредитных портфелей руководителям коммерческих банков республики можно рекомендовать целый ряд апробированных мировой практикой методов управления ими, перечень которых приведён на рис. 4.1.3.



Рис. 4.1.3. Структура рекомендуемых методов снижения уровня уязвимости синдицированных кредитов¹

¹ Схема составлена автором

Снижению уязвимости синдицированных кредитов может способствовать реализация комплекса взаимосвязанных действий банка и заемщика, предусматривающих постоянное сегментирование потенциальных рынков сбыта создаваемой продукции и ее своевременное позиционирование на конкретных рынках сбыта, сопровождающиеся изменениями в ее внешних параметрах, качестве изготовления и составе оказываемых потребительских функций. В центре же внимания коммерческих банков как кредиторов должен быть не только контроль за своевременным освоением выделяемых кредитных ресурсов и погашением процентных выплат, но и вопросы оценки качества производимой заемщиками продукции, мониторинг уровня ее конкурентоспособности и качества функционирования созданных каналов продвижения продукции СВП на рынки сбыта.

Таким образом, можно сделать вывод, что эффективная политика снижения уязвимости синдицированных кредитов должна лежать в основе организации всей деятельности коммерческих банков Узбекистана и разрабатываться должна с учетом долгосрочной стратегии его развития и избранных приоритетов в области управления инвестиционными рисками. Центральное место в ней должны занимать диверсификация деятельности коммерческого банка, рост практики делегирования полномочий, повышение инициативы кредитных работников и другие элементы антикризисного менеджмента.

Расширение масштабов и повышение качества управления синдицированными кредитами для нужд модернизации СВП должно стать приоритетным направлением инвестиционной политики коммерческих банков Узбекистана и базироваться на принципах четко выраженной государственной политики в области интеграции промышленного и финансового капиталов. Получение первого синдицированного кредита у известных зарубежных банков стратегически важные предприятия Узбекистана должны рассматривать как самый удачный шаг на пути формирования своей солидной кредитной истории и относиться к ним как к получению международного финансового «знака качества».

4.2. Совершенствование механизма проектного финансирования программ модернизации СВП

Возрастающие потребности структурной перестройки реального сектора национальной экономики и продвижение по пути ее дальнейшей интеграции в мировую хозяйственную систему, требуют модернизации и технического перевооружения большинства действующих СВП Узбекистана с целью создания на них высокоэффективных производств, способных быстро осваивать новые виды конкурентоспособной продукции.

Однако, кардинальное изменение положения дел с привлечением внешних и внутренних инвестиционных ресурсов для нужд их инновационного обновления требует кардинального изменения действующей системы финансового обеспечения крупных инвестиционных проектов. Наиболее перспективным направлением участия банков в инвестиционном кредитовании процессов модернизации СВП республики в последние годы становится проектное финансирование, получившее широкое распространение в странах с развитой экономикой и являющееся одним из приоритетных тенденций развития современного банковского бизнеса.

Как уже было отмечено в первой главе монографии, в отличие от обычного кредита, при котором заемщик или кредитор в лице банка берет на себя полностью все риски реализации инвестиционного проекта, при проектном финансировании риски распределяются между заемщиком, кредитором и, как правило, третьей стороной. Гарантией кредита выступает только экономический эффект от реализации проекта, плюс к этому в качестве залога могут выступать активы заемщика, но их размер, как правило, не сопоставим со стоимостью проекта.

К числу других преимуществ качественно организованного проектного финансирования потребностей СВП для коммерческих банков Узбекистана можно отнести:

- более длительный срок возврата мобилизованных для реализации инвестиционного проекта кредитных ресурсов банка.
- все выплаты по возврату кредита включены в график «Денежных потоков» инвестиционного проекта, что позволяет кредиторам на основе анализа денежного потока проекта принимать

взвешенное решение о сроках погашения долга, не допуская при этом омертвления денежных ресурсов.

- возможность осуществления учета целого ряда расходов, связанных с реализацией инвестиционных проектов на внебалансовых счетах коммерческого банка.

- более равномерное распределение рисков, связанных с реализацией инвестиционного проекта, между участниками проекта: кредиторами, подрядчиками, операторами, поставщиками сырья и материалов, страховщиками, конечными пользователями, государственными учреждениями и т.д.

Проектное финансирование в условиях Узбекистана имеет принципиальные преимущества и для самих заемщиков в лице СВП, так как если риск для кредиторов небольшой, то процент за кредитные ресурсы полученные в такой форме, также будет ниже. Кроме этого банк-кредитор в случае неудачной реализации проекта, не может также претендовать на их активы, которые не вовлечены в проект. Таким образом, руководители СВП могут более свободно включаться даже в очень крупные инвестиционные проекты, зная, что рискуют только частью активов своих предприятий.

Одной из главных предпосылок расширения масштабов и повышения качества проектного финансирования в Республике Узбекистан выступает ярко выраженная воспроизводственная структура инвестиционных проектов, вошедших в Программы модернизации, технического и технологического перевооружения производства 12 базовых отраслей национальной экономики на 2009-2014 гг. Как видно из рис. 4.2.1, 4% от общего объема финансирования указанных программ развития приходится на новое строительство, а 23% – на модернизацию и реконструкцию производственных мощностей предприятий базовых отраслей национальной экономики.

Абсолютное большинство объектов указанных выше отраслевых программ обновления нацелены на создание качественно новой производственно-инновационной базы для СВП национальной экономики, позволяющей выпускать наукоемкую продукцию, пользующуюся спросом на мировом рынке. Но для реализации этих уникальных проектов нужны совершенно новые инвестиционные проекты, отличающиеся инновационной новизной и высоким

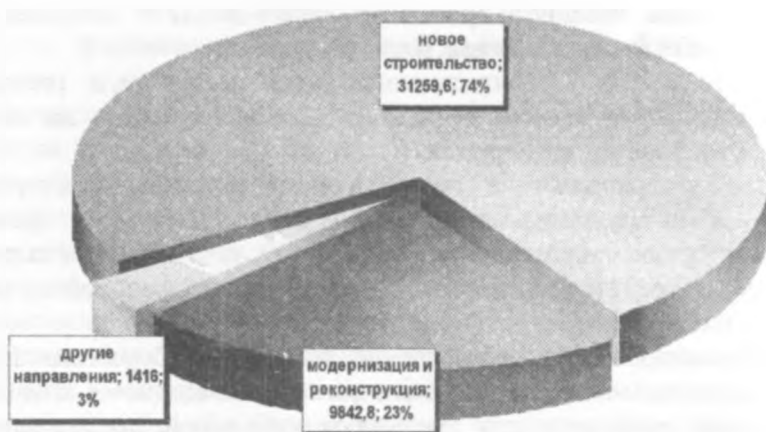


Рис. 4.2.1 Воспроизводственная структура инвестиционных проектов в Республике Узбекистан на 2009-2014 гг., млн. долл. США

уровнем привлекательности для инвесторов и банков, участвующих в их реализации.

В качестве основных источников финансирования рассматриваемых программ модернизации базовых отраслей экономики и входящих в их состав СВП определены иностранные инвестиции и кредиты крупных зарубежных компаний (63%), а также собственные средства предприятий (27 %) (рис. 4.2.2).

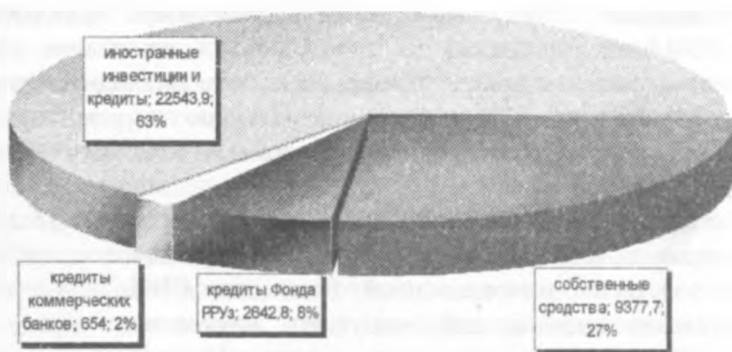


Рис. 4.2.2. Источники финансирования проектов Программы модернизации базовых отраслей экономики Узбекистана (млн. долл. США)

Наличие указанных выше обстоятельств превращает проектное финансирование в наиболее реальный источник инвестиционного кредитования программ модернизации СВП базовых отраслей экономики Узбекистана, т.к. иностранные инвесторы и банки навряд ли решатся брать на себя все риски финансирования крупных проектов узбекских предприятий, а предприятия республики не имеют такого большого объема собственных средств для их финансирования. Учитывая недостаточный уровень капитализации, а также слабое знание инвестиционного бизнеса для коммерческих банков республики проектное финансирование также становится одним из наиболее приемлемых методов кредитования крупных инвестиционных проектов СВП.

Отмечая явные преимущества проектного финансирования для реализации программ кардинальной модернизации СВП республики, следует признать, что оно ставит перед коммерческими банками Узбекистана целый ряд серьезных проблем, связанных с необходимостью принятия более высокого уровня расходов и более низкого уровня процентной маржи, а также наличием высокого уровня рисков. Кроме этого, нельзя забывать и о издержках банков, связанных с необходимостью проведения достаточно сложных и длинных по времени согласований и разработкой большого объема документации, касающейся оформления качественно новых кредитных отношений и их соответствующего обеспечения. Так, в отдельных случаях процесс подготовки финансирования инвестиционного проекта может занимать у банков от полутора до нескольких лет.

Проведенные автором исследования показали, что вопросы внедрения проектного финансирования во многих коммерческих банках республики находятся в начальной стадии своего развития и встречает на своем пути немало препятствий институционального финансового и организационно-технического характера. Наличие указанных барьеров и трудностей требует от банков и органов регулирования банковской деятельности постоянного поиска путей расширения масштабов и совершенствования механизма реализации проектного финансирования в интересах инновационного развития СВП. В частности, от органов государственного управления и экономических ведомств республики требуется реализация широкого комплекса мер, направленных на стимулирование

деятельности банков, принимающих активное участие в реализации совместных крупных инвестиционных проектов для СВП республики.

С другой стороны от коммерческих банков в процессе реализации проектного финансирования требуется принимать во внимание уровень и качество проведения его организаторами маркетинговых исследований и знание ими реальных потребностей и особенностей функционирования СВП. На это их ориентируют такие тенденции в развитии банковского бизнеса, как универсализация банковской деятельности, выход ее за границы традиционных операций, усиление конкуренции с иностранными банками, появление у банков конкурентов в лице небанковских учреждений.

Анализ эффективности осуществления инвестиционных проектов в рамках проектного финансирования показал, что основными причинами недостаточной реализуемости проектов в Республике Узбекистан является то, что проекты в отдельных случаях реализуются без достаточно глубокого предварительного изучения потребностей местного и зарубежного рынков сбыта продукции. В связи с этим в настоящее время многие заемщики кредитов из числа СВП испытывают растущую потребность в разработке конкурентоспособных маркетинговых стратегий, основанных как на изучении состояния рынков сбыта производимых товаров или оказываемых ими услуг, так и на объективном учете их возможностей по удовлетворению растущих потребностей своих клиентов.

Успешное проведение комплекса маркетинговых исследований в рамках осуществляемых для СВП Узбекистана инвестиционных проектов должно базироваться на комплексе взаимосвязанных действий со стороны банка, клиента и организаторов проектирования по постоянному сегментированию потенциальных рынков сбыта создаваемой продукции и ее своевременному позиционированию на конкретных рынках сбыта. Производимые в рамках проектного финансирования продукты или услуги следует рассматривать, как результаты слаженной технологической, финансовой, рекламно - информационной деятельности банка и его партнеров, сопровождающие и оптимизирующие проведение всех стадий реализации инвестиционных проектов.

Основными факторами, обеспечивающими успех организаторов проектного финансирования должны стать высокая потребительская ценность производимого продукта, заключающаяся в качестве его изготовления в сочетании с ценовой доступностью, а также необходимость достижения существенных преимуществ по сравнению с конкурентами. В силу вышеизложенного одной из основных задач организаторов проектного финансирования по заказам СВП должно быть создание эффективной системы мониторинга изменений экономической конъюнктуры на занимаемом ими сегменте рынка.

Своевременно организованный и правильно поставленный мониторинг реализации инвестиционных проектов, позволяет менеджерам проектов вести систематический контроль за осуществлением ритмичного финансирования хода строительства, вводом в эксплуатацию оборудования, зданий и сооружений.

Мониторинг инвестиционного проекта, осуществляемый банком, должен включать в себя:

а) мониторинг процесса финансирования инвестиционного проекта:

б) мониторинг хода строительства и ввода в эксплуатацию объекта/оборудования по проекту;

в) мониторинг погашения кредита и исполнения других обязательств заемщика по кредитному договору.

Принимая во внимание указанные выше приоритеты, перед руководителями проектных структур должны ставиться конкретные задачи по осуществлению сбора и качественному анализу информации о рынке, конкурентах, качестве имеющихся на рынке продуктах и т.д.

Качественный мониторинг финансирования инвестиционного проекта стратегически важного предприятия обеспечивается за счёт:

- контроль за своевременным и полным формированием собственных, привлеченных и заемных источников на финансирования проекта;

- контроль вступления в силу обязательств банка по кредиту, выданному для финансирования инвестиционного проекта;

- оценку изменения финансового положения участников проектного финансирования с учетом рисков увеличения и сокращения потребностей в финансировании проекта;

– контроль платежных документов при каждом платеже со ссудного счета на предмет их соответствия утвержденной смете объекта, целевому использованию (условиям кредитного договора) и правильности определения договорных цен.

Принципиальным отличием наиболее конкурентоспособных проектов должна выступать ориентация их разработчиков не на свой продукт и услуги, а на реальные потребности потенциальной клиентуры. Исходя из этого их маркетинговая деятельность на рынке должна начинаться с изучения жизненно важных потребностей различных категорий клиентов, а завершаться отработкой вопросов наиболее удобного доведения приобретаемых продуктов (услуг) до каждого потребителя. В связи с этим особое значение должно иметь постоянное пополнение базы данных о состоянии различных сегментов рынка и взвешенный анализ изменяющихся вкусов и предпочтений потребителей товаров или услуг.

На стадии строительства и эксплуатации проекта усилия руководства и специалистов проектных структур должны быть направлены на расширение сети каналов сбыта производимых в рамках инвестиционных проектов продуктов или услуг. Особое внимание при этом следует уделять повышению эффективности функционирования как собственных, так и несобственных каналов сбыта продуктов или услуг, к которым можно отнести:

- сбыт продуктов или услуг посредством основания дочерних фирм или компаний;
- участие в капитале других акционерных предприятий, имеющих более широкий доступ к клиентам;
- организацию совместной деятельности с другими субъектами хозяйствования, пользующимися их продуктами или услугами.

Конечной целью маркетинговой деятельности участников проектного финансирования должно стать обеспечение оптимальной скорости продвижения новых продуктов и услуг - от места их создания до конечного потребителя (клиента), т.е. такой скорости, при которой сочетались бы наиболее выгодные темпы продажи и оборачиваемости денег, с одной стороны, со способностью полностью и своевременно удовлетворять спрос клиентов, с другой.

Масштабы и успех в маркетинговой деятельности организаторов проектного финансирования должен предопределяться:

- значимостью выпускаемых продуктов и услуг для потенциальных потребителей;
- отпускными ценами на выпускаемую продукцию или оказываемые услуги;
- своевременным созданием удобств для потребления создаваемых товаров или услуг;
- качеством и уровнем маркетингового обслуживания потребителей продукции и услуг;
- своевременным обновлением ассортимента предоставляемых потребителям товаров или услуг в сочетании с обеспечением их надлежащего качества;
- репутацией и имиджем заемщика, внешним видом и оформлением его зданий, правильным выбором расположения отделений или филиалов.

Учитывая постоянно растущий технологический уровень развития современного производства, оказывающий существенное влияние на развитие рынков товаров и услуг, организаторам проектного финансирования, приступающим к освоению инвестиционных проектов необходимо постоянно отслеживать состояние соответствующих сегментов рынков товаров или услуг, а также характер мотивации приобретения и удовлетворенности спроса на конкретные товары и услуги.

В условиях устранения негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса в принципиальном обновлении нуждаются отношения организаторов проектного финансирования, а также самих СВП со своими потенциальными клиентами. Если ранее предприятия предлагали клиентам стандартный набор продуктов, то в новых условиях им необходимо постоянно разрабатывать новые виды услуг, которые адресованы конкретным группам клиентов - крупным фирмам, мелким предприятиям, отдельным категориям физических лиц и т.д.

Своевременная и качественная реализация указанных направлений эффективного маркетинга должна позволить СВП республики добиться расширения сферы сбыта своей продукции, увеличения своей доли на рынке и в конечном итоге - роста получаемой прибыли.

– контроль платежных документов при каждом платеже со ссудного счета на предмет их соответствия утвержденной смете объекта, целевому использованию (условиям кредитного договора) и правильности определения договорных цен.

Принципиальным отличием наиболее конкурентоспособных проектов должна выступать ориентация их разработчиков не на свой продукт и услуги, а на реальные потребности потенциальной клиентуры. Исходя из этого их маркетинговая деятельность на рынке должна начинаться с изучения жизненно важных потребностей различных категорий клиентов, а завершаться отработкой вопросов наиболее удобного доведения приобретаемых продуктов (услуг) до каждого потребителя. В связи с этим особое значение должно иметь постоянное пополнение базы данных о состоянии различных сегментов рынка и взвешенный анализ изменяющихся вкусов и предпочтений потребителей товаров или услуг.

На стадии строительства и эксплуатации проекта усилия руководства и специалистов проектных структур должны быть направлены на расширение сети каналов сбыта производимых в рамках инвестиционных проектов продуктов или услуг. Особое внимание при этом следует уделять повышению эффективности функционирования как собственных, так и несобственных каналов сбыта продуктов или услуг, к которым можно отнести:

- сбыт продуктов или услуг посредством основания дочерних фирм или компаний;
- участие в капитале других акционерных предприятий, имеющих более широкий доступ к клиентам;
- организацию совместной деятельности с другими субъектами хозяйствования, пользующимися их продуктами или услугами.

Конечной целью маркетинговой деятельности участников проектного финансирования должно стать обеспечение оптимальной скорости продвижения новых продуктов и услуг - от места их создания до конечного потребителя (клиента), т.е. такой скорости, при которой сочетались бы наиболее выгодные темпы продажи и оборачиваемости денег. с одной стороны, со способностью полностью и своевременно удовлетворять спрос клиентов, с другой.

Масштабы и успех в маркетинговой деятельности организаторов проектного финансирования должен предопределяться:

- значимостью выпускаемых продуктов и услуг для потенциальных потребителей;
- отпускными ценами на выпускаемую продукцию или оказываемые услуги;
- своевременным созданием удобств для потребления создаваемых товаров или услуг;
- качеством и уровнем маркетингового обслуживания потребителей продукции и услуг;
- своевременным обновлением ассортимента предоставляемых потребителям товаров или услуг в сочетании с обеспечением их надлежащего качества;
- репутацией и имиджем заемщика, внешним видом и оформлением его зданий, правильным выбором расположения отделений или филиалов.

Учитывая постоянно растущий технологический уровень развития современного производства, оказывающий существенное влияние на развитие рынков товаров и услуг, организаторам проектного финансирования, приступающим к освоению инвестиционных проектов необходимо постоянно отслеживать состояние соответствующих сегментов рынков товаров или услуг, а также характер мотивации приобретения и удовлетворенности спроса на конкретные товары и услуги.

В условиях устранения негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса в принципиальном обновлении нуждаются отношения организаторов проектного финансирования, а также самих СВП со своими потенциальными клиентами. Если ранее предприятия предлагали клиентам стандартный набор продуктов, то в новых условиях им необходимо постоянно разрабатывать новые виды услуг, которые адресованы конкретным группам клиентов - крупным фирмам, мелким предприятиям, отдельным категориям физических лиц и т.д.

Своевременная и качественная реализация указанных направлений эффективного маркетинга должна позволить СВП республики добиться расширения сферы сбыта своей продукции, увеличения своей доли на рынке и в конечном итоге - роста получаемой прибыли.

Ключевым преимуществом проектного финансирования в условиях переходной экономики Узбекистана является возможность формировать, направлять и эффективно использовать дополнительные объемы денежных потоков. В связи с этим критически важным для каждого банка должно стать правильное построение соответствующей модели финансирования инвестиционного проекта, в которой должна найти отражение деятельность проектной компании посредством составления проформ финансовой отчетности. Финансовая модель отражает сущность планируемой с помощью инвестиционного проекта генеральной стратегии развития СВП во взаимосвязанных финансовых формах, которые должны быть хорошо структурированы и интегрированы в механизм расчета прибыли инвестиционного проекта, планирования движения связанных с его реализацией денежных потоков и балансового состояния предприятия. Для составления эффективной финансовой модели организаторам проектного финансирования необходимо хорошо понимать особенности осуществления бизнес-процессов, составляющих содержание инвестиционного проекта.

Как показывает мировой опыт, конечной целью реализации любого инвестиционного проекта стратегически важных предприятий является получение максимальной прибыли, а на ее основе - достижение финансовой устойчивости предприятия и рост конкурентоспособности выпускаемой им продукции. Однако для получения этого результата организаторы проектного финансирования должны четко представлять стратегические цели и этапы достижения конечных результатов каждого инвестиционного проекта.

Следовательно, качество управления инвестиционными проектами, реализуемыми в интересах СВП республики, должно базироваться на качественном текущем и оперативном планировании инвестиционной деятельности в рамках проектного финансирования. Система **текущего планирования** процесса реализации инвестиционного проекта должна базироваться на взвешанной финансовой стратегии и финансовой политике по отдельным аспектам финансовой деятельности. Содержание процесса планирования должно состоять в разработке конкретных видов текущих финансовых планов, которые позволяют определить на предстоящий период все источники финансирования инвестиционного проекта и сформировать структуру его затрат.

Система оперативного планирования процесса реализации инвестиционного проекта должна заключаться в разработке комплекса краткосрочных плановых заданий по финансовому обеспечению различных стадий его осуществления. Главной формой такого планирования должен являться бюджет, который представляет собой оперативный финансовый план краткосрочного периода, отражающий расходы на реализацию оперативных целей проектного финансирования. Бюджет должен детализировать показатели текущего плана и направлен на определение объема и состава расходов, связанных с выполнением задач данного периода реализации инвестиционного проекта, а также обеспечение покрытия этих расходов финансовыми ресурсами из различных источников.

Важнейшими принципами менеджмента качества проектного финансирования в Узбекистане должны стать:

а) участие в проекте надежных партнеров, готовых сотрудничать в реализации инвестиционного проекта;

б) качественная и квалифицированная подготовка ТЭО и проектно-сметной документации на реализацию инвестиционного проекта;

в) эффективное участие банка в качестве главного кредитора, гаранта и агента (организатора финансирования) инвестиционного проекта;

г) обеспечение достаточного уровня капитализации начинаемого инвестиционного проекта;

д) тщательная разработка всех аспектов строительства и эксплуатации объекта проектного финансирования (производства продукции, маркетинга, менеджмента и т. д.);

е) взвешенная оценка проектных рисков и их распределение среди участников инвестиционного проекта.

Таким образом, можно сделать вывод, что использование предлагаемых методов текущего и оперативного финансового планирования расходов, связанных с реализацией инвестиционных проектов СВП, способно повысить эффективность и качество их реализации, обеспечив целенаправленность усилий всех участников проектного финансирования.

Для достижения высоких конечных результатов проектного финансирования система мониторинга, а также внешнего и

внутреннего контроля должна присутствовать на всех уровнях управления инвестиционными проектами СВП, ибо именно они рассматриваются в качестве объективно необходимого слагаемого эффективного инвестиционного менеджмента.

В процессе качественного мониторинга хода реализации инвестиционного проекта СВП его организаторами должно особое внимание уделяться эффективности выполнения следующих функций:

- соблюдение качества реализации инвестиционного проекта, особенно в части качества выпускаемой конечной продукции или услуг;

- обеспечение выполнения своих должностных обязанностей членами команды разработчиков проекта, включая подготовку кадров и организацию их трудовой деятельности;

- подготовка и качество строительства, то есть обеспечение необходимой для заданного уровня качества работы подрядных организаций;

- ритмичность и качество системы материально-технического обеспечения инвестиционного проекта;

- текущая оценка достигнутого уровня качества, включая входной, операционный и приемочный контроль технологических процессов и производственных операций;

- качество информационного обеспечения, включая систему сбора, обработки и передачи информации между различными участниками инвестиционного проекта;

- метрологическое и геодезическое обеспечение технологических процессов;

- правовое обеспечение управления качеством реализации инвестиционного проекта.

В отличие от мониторинга, внутренний контроль реализации инвестиционного проекта должен включать в себя осуществление организаторами проекта таких действий, как:

- а) определение фактического состояния системы управления инвестиционным проектом (объектом контроля);

- б) сравнение фактических данных с требуемыми, т.е. с базой для сравнения, принятой в организации, заданной извне;

- в) оценка отклонений, превышающих предельно допустимый уровень, и степени их влияния на аспекты функционирования организации;

г) выявление причин данных отклонений.

Цель внутреннего контроля в процессе реализации инвестиционного проекта заключается в обеспечении информационной прозрачности объекта управления для возможности принятия эффективных решений. Успешная реализация этой цели предполагает выполнение целого ряда обязательных процедур, показанных на рис. 4.2.3.

Внутренний контроль обеспечивает возможность принятия эффективных управленческих решений, а также их исполнение в интеграции с процессами организации и регулирования. Эти стороны внутреннего контроля находятся в неразрывном единстве и динамическом взаимодействии с циклами управленческого процесса.

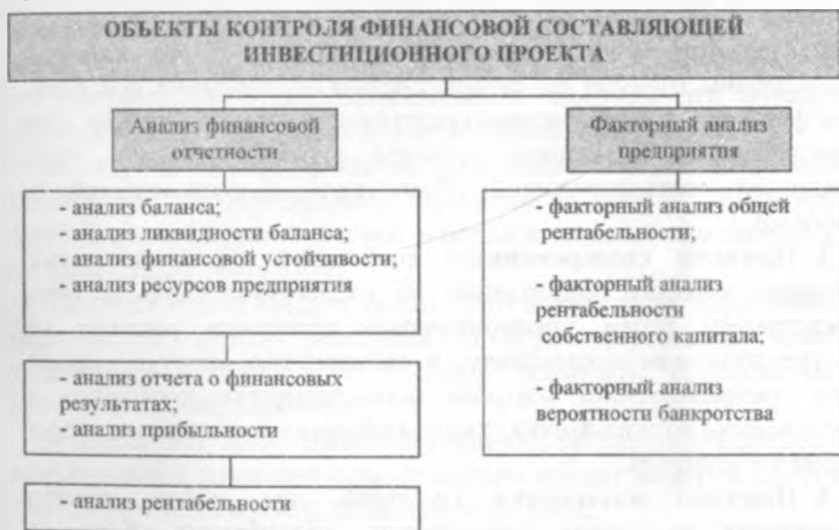


Рис. 4.2.3. Содержание объектов внутреннего контроля финансовой составляющей инвестиционного проекта СВП

Таким образом, внутренний контроль в процессе реализации инвестиционного проекта должен стать неотъемлемым элементом каждой стадии процесса управления и «обособленной» стадией, обеспечивающей информационную прозрачность качества управления на всех других стадиях реализации инвестиционного процесса.

Ключевым условием успешного функционирования системы внутреннего контроля реализации инвестиционных проектов, внедряемых в рамках проекта финансирования должно выступать соблюдение нижеследующих принципов эффективности, охватывающих контрольную деятельность в целом.

1. Принцип ответственности, согласно которому каждый субъект внутреннего контроля, работающий в проектной организации, должен нести экономическую, административную и дисциплинарную ответственность за ненадлежащее выполнение контрольных функций. Ответственность должна быть формально установлена за выполнение каждой контрольной функции, ясно очерченной и формально закрепленной за конкретным субъектом. В противном случае субъект не будет в должной мере осуществлять контроль.

2. Принцип сбалансированности, неразрывно связанный с предыдущим, означает что субъекту нельзя предписывать контрольные функции, не обеспеченные средствами для их выполнения. При определении обязанностей субъекта контроля должен быть предписан соответствующий объем прав и возможностей, и наоборот.

3. Принцип своевременного сообщения об отклонениях, согласно которого информация об отклонениях должна быть представлена лицам, уполномоченным принимать решения по соответствующим отклонениям, в максимально короткие сроки. При предварительном контроле несвоевременное сообщение о возможности возникновения отклонений также лишает смысла проведенный контроль.

4. Принцип интеграции гласящий, что любой элемент управления не может существовать обособленно. Контроль необходимо рассматривать в корреляции с другими элементами в едином контуре процесса управления инвестиционным проектом. При решении задач, связанных с контролем, должны создаваться надлежащие условия для тесного взаимодействия работников различных функциональных направлений проектной структуры.

5. Принцип соответствия контролирующей и контролируемой систем, согласно которому степень сложности системы внутреннего контроля должен соответствовать степени сложности подконтрольной системы.

6. **Принцип постоянства** свидетельствующий, что постоянное адекватное функционирование системы внутреннего контроля позволит вовремя предупреждать о возможности возникновения отклонений в ходе реализации инвестиционного проекта и своевременно их выявлять.

7. **Принцип комплексности**, по которому объекты различного типа должны быть охвачены адекватным контролем, нельзя добиться общей эффективности, сосредоточив контроль только над относительно узким кругом объектов инвестиционного процесса.

8. **Принцип разделения обязанностей**, согласно которого функции между служащими распределяются таким образом, чтобы за одним человеком не были закреплены одновременно следующие функции: санкционирование операций с определенными активами, регистрация данных операций, обеспечение сохранности данных активов, осуществление их инвентаризации. Во избежание злоупотреблений и для эффективности контроля эти функции должны быть распределены между несколькими лицами.

Все перечисленные принципы организации контроля в процессе реализации инвестиционного процесса в рамках проектного финансирования взаимосвязаны и порядок их сочетания зависит от конкретных обстоятельств.

Подводя итоги, следует сказать, что организация эффективной системы внутреннего контроля за ходом реализации инвестиционного проекта СВП должна позволить организаторам проектного финансирования:

- обеспечить эффективное функционирование, устойчивость и максимальное (согласно установленным целям) развитие организации в условиях многоплановой конкуренции;

- сохранить и эффективно использовать ресурсы и потенциалы (возможности) организации;

- своевременно выявлять и минимизировать коммерческие, финансовые и внутрифирменные риски в управлении организацией, в том числе риски при принятии управленческих решений по сбыту продукции;

- сформировать адекватную современным перманентно меняющимся условиям хозяйствования систему информационного обеспечения всех уровней управления, позволяющую своевременно

адаптировать или приспособить функционирование организации к изменениям во внутренней и внешней среде.

В процессе организации эффективного управления совместным инвестиционным проектом от менеджеров банка требуется, наряду с мониторингом и контролем за его реализацией, осуществлять оперативное решение таких задач, как создание условий для рентабельной работы банка; обеспечение ликвидности банковского бизнеса, а также максимальное удовлетворение потребностей клиентов в объеме, структуре и качестве кредитных услуг.

Таким образом, полный мониторинг и жесткий контроль должны стать обязательной составляющей эффективного механизма управления инвестиционными проектами. т.к они позволяют давать руководителям СВП и коммерческим банкам объективную оценку реального состояния процесса реализации инвестиционного проекта.

Принимая во внимание специфические особенности проектного финансирования, связанного с развитием СВП республики, важное значение в деятельности банков должны занимать вопросы анализа и управления рисками проектной деятельности. В реальной практике нередко бывает так, что анализ рисков присутствует только на прединвестиционной фазе как необходимое условие для принятия решения о начале реализации инвестиционного проекта. После принятия решения об открытии финансирования проекта функция анализа рисков несколько ослабевает, если не исчезает вовсе, что таит серьёзную угрозу для проекта и его участников.

В настоящее время при реализации крупных инвестиционных проектов всю деятельность по управлению рисками координирует руководитель проекта, что требует наличия в банках солидной методической базы в области управления рисками проектного финансирования. Если команда проекта «просмотрит» хотя бы один существенный риск или не обеспечит своевременной квалифицированной защиты от него, возможен крах всего проекта со всеми отсюда вытекающими последствиями для всех или некоторых участников проекта.

Учитывая большой потенциал проектного финансирования для наращивания процессов инвестиционного обеспечения программ модернизации СВП, уже в краткосрочной перспективе в республике

предстоит модернизировать всю систему стимулирования труда данной категории банковского персонала.

Принципиальное значение для развития проектного финансирования в Республике Узбекистан имеет правильный выбор методик оценки эффективности инвестиционных проектов, финансируемых посредством проектного финансирования. Так как каждый из них имеет свои преимущества и недостатки, коммерческие банки должны научиться использовать их потенциал в своей практической кредитной деятельности. Основным принципом оценки качества инвестиционных проектов со стороны банков должно оставаться непредвзятое отношение к инвестиционному процессу, а также тщательный анализ всех аспектов реализации проекта, включая отношение руководства СВП к его конечным результатам, качество маркетинговых исследований рынка сбыта предполагаемого продукта, состояние рынков поставляемого сырья и материалов, анализ цен на поставляемое технологическое оборудование и используемые местные исходные материалы, наличие необходимой инфраструктуры и сырьевой базы в регионе дислокации производства, характеристики экономической и социальной среды, налоговый и таможенный климат и т.д.

Важным направлением совершенствования управления инвестиционным проектом является повышение профессионального уровня менеджеров и исполнителей инициаторов проекта. Для успешной реализации любого проекта, независимо от его профиля или источников финансирования, прежде всего необходим сильный топ-менеджмент в лице лидера-инициатора проекта, полного решимости, ответственности и целеустремленности в деле реализации проекта. В связи с тем, что на начальной (прединвестиционной) фазе во многом определяется эффективность реализации всего проекта, ее проработке уделяют значительное внимание. Успех проекта во многом зависит от наличия сильной команды менеджеров, обладающей волей к успеху. Иными словами, от того, насколько профессионально организовано управление проектом и коммуникации между его участниками. Поэтому ко всем участникам инвестиционного проектирования (логистики, финансисты, маркетологи и др.) необходимо предъявлять самые жесткие требования.

Проведенный в ходе исследования анализ путей повышения качества проектного финансирования инновационных потребностей

СВП позволяет автору сформулировать следующие предложения, направленные на повышение его эффективности в Республике Узбекистан. Основные из них сводятся к тому что:

1) разрабатываемые инвестиционные проекты СВП республики должны базироваться на материалах достаточно глубокого предварительного изучения потребностей местного и зарубежного рынков. При этом оно должно производиться с высоким уровнем маркетинговой проработки, что проявляется в глубоком анализе факторов, которые могут оказать влияние на изменение ситуации на рынках.

2) важным направлением повышения эффективности управления инвестиционными проектами СВП должно стать взвешенное формирование маркетинговой стратегии развития предприятия, инициирующей инвестиционный проект, для чего необходимо добиваться вовлечения в процесс рассмотрения инвестиционных проектов высоко квалифицированных маркетологов.

3) большое практическое значение коммерческие банки и проектные компании должны уделять повышению качества проектного финансирования за счёт разработки концепции проектного цикла, позволяющей осуществлять единый подход к разработке и реализации различных стадии инвестиционного проекта.

4) учитывая высокий уровень рискованности проектной деятельности, анализ рисков, их идентификация и оценка должны быть не единовременным этапом эффективного процесса управления рисками проектной деятельности, а его постоянной функцией, присутствующей на всех фазах и этапах проектного цикла.

5) формирование продуманной системы поиска и привлечения инвестиций и разработка на этой основе оптимального плана инвестиционного обеспечения объекта проектного финансирования должны стать необходимым, но недостаточным условием для их рационального использования, так как после этого наступает процесс осуществления плана их реализации, от которого во многом на СВП зависит эффективность реализации всего инвестиционного процесса.

6) своевременно сформированная и четко подкрепленная практическими действиями политика финансового обеспечения инвестиционного проекта должна выступать важнейшим условием

эффективного управления качеством проектного финансирования, осуществляемого для СВП с участием коммерческих банков Узбекистана.

7) умелое сочетание систем и методов текущего и оперативного финансового планирования расходов, связанных с реализацией инвестиционных проектов, призвано позволить повысить качество реализации инвестиционных проектов и обеспечить целенаправленность усилий всех участников проектного финансирования.

8) центральное место на заключительных этапах реализации механизма эффективного управления проектным финансированием должна занимать продуманная система внешнего и внутреннего контроля, присутствующая на всех уровнях управления инвестиционными проектами и выступающая в качестве объективно необходимого слагаемого эффективного инвестиционного менеджмента.

9) четкая организация эффективной системы внутреннего финансового контроля за ходом реализации инвестиционного контроля призвана дать возможность организаторам проектного финансирования:

а) обеспечить эффективное функционирование, устойчивость и максимальное развитие процессов реализации инвестиционного проекта;

б) сохранить и эффективно использовать ресурсы и потенциалы участников проектного финансирования;

в) своевременно выявлять и минимизировать коммерческие, финансовые и внутрифирменные риски в управлении инвестиционным проектом, в том числе риски при принятии управленческих решений по сбыту продукции;

г) сформировать адекватную современным перманентно меняющимся условиям хозяйствования систему информационного обеспечения инвестиционного проекта, позволяющую обеспечить его приспособление к изменениям во внутренней и внешней среде.

Своевременное использование на практике указанных выше рекомендаций по повышению качества управления инвестиционными проектами призвано позволить коммерческим банкам Узбекистана добиться всестороннего анализа затрат на их осуществление и оценить полученные результаты с различных позиций, включая позиции инвестора, получателя и бенефициария проекта, коммерческого банка, осуществляющего проект или обслуживающего

получателя кредита, а также с точки зрения отрасли, региона и государства в целом, предъявляющих экономические, экологические и социальные требования к внедряемому проекту.

4.3. Расширение масштабов и повышение качества использования банками лизинга для модернизации СВП

Период устранения негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса поставил перед СВП Узбекистана целый ряд серьезных проблем, главной из которых является вопрос: как выжить в условиях резко возросшей конкуренции на мировых рынках товаров и услуг, сокращения рынков сбыта многих традиционных видов экспортной продукции, а также ограниченности финансовых ресурсов, необходимых для обновления производственных фондов и реструктуризации многих аспектов их деятельности. Выходом из создавшегося положения в последние годы становится лизинг, базирующийся на использовании преимуществ международной кооперации в области использования оборудования, машин, новых технологий, сооружений промышленного назначения или квалифицированной рабочей силы.

Как показало исследование, лизинг является эффективным финансовым механизмом, наиболее адаптированным для реализации крупных инвестиционных проектов по созданию и перевооружению основных производственных фондов ключевых предприятия базовых отраслей национальных экономик. Однако эффективное развитие этого современного инструмента инвестиционного обеспечения СВП Узбекистана будет возможно только в том случае, если лизинг из единовременного акта перерастет в постоянный процесс, обеспечивая расширенное производство на базе постоянного ввода новых и модернизации имеющихся мощностей, обеспечивая процесс постоянного роста производительности труда.

Широкое внедрение лизинговых отношений в хозяйственную практику Узбекистана связано с пересмотром многих сложившихся подходов к инвестиционному обеспечению крупных предприятий. Прежде всего, это обусловлено тем, что эффективное функционирование лизингового механизма возможно только при высокой степени прозрачности бизнеса и формировании отношения к

активам не как к вещи в себе, а как к инструменту для приращения прибыли, который необходимо оперативно менять в соответствии с развитием НТП, т.е. важно не владеть необходимым активом, а эффективно управлять им. Лизинг выступает эффективным средством для устойчивых и долговременных бизнес-процессов, т.е. для производственного, а не спекулятивного бизнеса. Учитывая, что в капитале большинства СВП республики имеются госпакеты акций, государство, в значительной степени заинтересовано в развитии лизинга, а также в активизации деятельности банков на рынке лизинговых услуг Узбекистана.

Потребность в расширении масштабов использования потенциала лизинговых операций банков для модернизации СВП обусловлена тем, что в Антикризисной программе Узбекистана предусмотрен комплекс мероприятий, связанных с поддержкой отечественных товаропроизводителей, требующий расширения внутреннего рынка изготовителей технологического оборудования. В связи с этим лизингу отводится важная роль не только в модернизации основных производственных фондов, но и в расширении товарных потоков, а также в увеличении масштабов кооперации отечественных товаропроизводителей производства с зарубежными партнерами.

Необходимо отметить, что в Узбекистане лизинговые операции пока еще не стали традиционными для коммерческих банков и, естественно, их масштабы несоизмеримы с имеющимися потенциальными возможностями этого перспективного для республики вида инвестиционного обеспечения инновационных потребностей СВП.

Растущие масштабы участия банков в инвестиционном обеспечении потребностей СВП посредством лизинга требуют принятия новых законодательных и нормативных актов, регулирующих инвестиционно-лизинговую деятельность. В частности, деятельность государства по совершенствованию нормативно-правового обеспечения лизинговой деятельности банков, связанной с модернизацией СВП республики, должна быть направлена на создание благоприятных правовых, экономических, и организационных условий для развития лизинга, включая совершенствование налогообложения, внедрение типовых методических документов по лизинговым операциям, введение лицензирования лизинговых

компаний, организацию фонда содействия развитию лизинга в Узбекистане и другие мероприятия.

Организация лизингового обеспечения банками потребностей модернизации СВП республики должно осуществляться с учетом приоритетных направлений инновационного развития той или иной отрасли экономики, в которых они функционируют. Предпочтение при этом должно отдаваться тому виду оборудования (имущества), которое обеспечивает наиболее качественное производство товаров или услуг.

Особое внимание менеджеров инвестиционных подразделений банков должно быть сконцентрировано сначала на проведении тщательной подготовительной работы по заключению юридических соглашений на поставку того или иного объекта лизинга.

Другим важным этапом лизингового процесса в трех- и двухсторонних договорах является юридическое закрепление лизинговой сделки, в ходе которой оформляются: договор купли-продажи оборудования (имущества) в лизинг, акт приемки его в эксплуатацию, лизинговое соглашение, договор на техническое обслуживание передаваемого в лизинг оборудования (имущества). После оформления акта приемки оборудования (имущества) в эксплуатацию менеджерам банков важно помнить, что банк уже не несет ответственности перед лизингополучателем, поскольку последний выбор оборудования (имущества) он осуществлял самостоятельно.

Не менее важное значение для банков, осуществляющих лизинговые операции для СВП республики, должен иметь третий этап лизингового процесса, охватывающий период использования ими технологического оборудования или имущества. В процессе эксплуатации оборудования (имущества) СВП республики, как лизингополучатели, обязаны использовать его в соответствии с рекомендациями и техническими инструкциями поставщика, содержать его в работоспособном состоянии, производя за свой счет необходимое обслуживание и текущий ремонт. Руководителям и специалистам СВП важно помнить, что согласно международной практике и действующему законодательству все риски, возникающие в процессе эксплуатации оборудования (имущества) или связанные с его разрушением, потерей, преждевременным износом, порчей, повреждением, ложатся на них.

Принципиальное значение на данном этапе лизинговых сделок для банков имеет правильное ведение бухгалтерского учета и отчетности по всем аспектам деятельности СВП, а также обеспечение своевременного погашения стоимости объектов лизинга и выплаты причитающихся банку процентов. Как правило, общая сумма лизинговых платежей включает: сумму, возмещающую стоимость лизингового оборудования (имущества), плату лизингодателю за использование, кредитные ресурсы на его приобретение по лизинговому договору, комиссионное вознаграждение лизингодателю, плату за страхование лизингового оборудования (имущества), если оно было застраховано лизингодателем, плату за дополнительные услуги лизингодателю, предусмотренные договором, сумму налога на лизинговое оборудование (имущество), на приобретение автотранспортных средств, являющихся предметом лизингового договора, иные затраты лизингодателя, предусмотренные договором.

Вся сумма лизинговых платежей у лизингополучателя относится на себестоимость производимой им продукции (работ, услуг). Лизинговое оборудование (имущество) учитывается на балансе лизингодателя по стоимости, им же начисляется и амортизация лизингового оборудования (имущества) в пределах коэффициентов, установленных действующим законодательством Республики Узбекистан.

Анализ мирового опыта использования потенциала лизинга показывает, что лизинг является достаточно четко формализованным бизнес-процессом, способным обеспечить преимущества как лизингодателям, так и лизингополучателям. Однако этот вид инвестиционного обеспечения инновационных потребностей предприятий представляет собой сложный механизм, своего рода международный стандарт инвестиционного бизнеса со своими правилами и процедурами. Залог эффективного использования потенциала лизинга лежит, прежде всего, в плоскости решения задачи привлечения длинных и дешевых финансовых ресурсов для нужд модернизации крупных предприятий, которые концентрируются в большей степени в руках инвесторов из развитых стран мира. Учитывая это обстоятельство, предприятиям и экономическим ведомствам Узбекистана необходимо приложить немало усилий по формированию благоприятного инвестиционного

климата для иностранных лизингодателей и производителей наукоемкого оборудования, транспортных средств и других видов имущества. Главная трудность этой работы заключается в том, чтобы убедить иностранных партнеров узбекских банков или самих СВП как минимум в сопоставимости доходности от инвестиций с уровнем риска на рынке лизинговых услуг Узбекистана. Добиться этого можно, только разговаривая с иностранными партнерами по лизинговому бизнесу на одном с ними «языке», т.е. за счет принятия проектными структурами банков и СВП республики западных правил игры, основные атрибуты, которых отраженные на рис. 4.3.1.

Перспективным направлением своевременной интеграции национального рынка лизинга в международные рынки лизинговых услуг может стать выход на международные рынки долгового и долевого финансирования, в том числе в результате реализации сложных сделок, получивших название сделки связанного или синдицированного финансирования с привлечением западных национальных экспортных агентств Ex-Im (США), HERMES (Германия), EGAP (Чехия).



Рис. 4.3.1. Основные требования зарубежных лизингодателей к организации лизингового бизнеса в Узбекистане

В процессе расширения масштабов оказания лизинговых услуг СВП республики коммерческие банки не должны забывать, что лизинговые операции являются достаточно рискованным видом инвестиционной деятельности, как и другие банковские операции.

На рис. 4.3.2 показаны различные виды рисков лизингового бизнеса в зависимости от статуса участников лизинговых отношений.

Что касается снижения уровня маркетингового риска, т.е. низкой вероятности нахождения арендатора из числа СВП на все имеющиеся у данного банка-лизингодателя виды оборудования, то здесь способом страхования может стать увеличение рисковой премии в лизинговом платеже; использование для сделок с наиболее популярными видами оборудования и другой техники; продажа объекта сделки по окончании лизингового договора с учетом складывающейся конъюнктуры рынка.

Для уменьшения уровня риска ускоренного морального старения объекта сделки в качестве основного способа его минимизации может быть установление безотзывного периода, т.е. периода, в течение которого договор не может быть расторгнут.

Ценовой риск, т.е. риск потенциальной потери прибыли, связанный с изменением цены объекта лизинговой сделки в течение срока действия лизингового договора, может быть уменьшен путем установления фиксированной суммы каждого лизингового платежа на протяжении всего лизингового периода.

Уровень риска гибели или невозможности дальнейшей эксплуатации объекта лизинга может минимизироваться только за счет своевременного его страхования в специализированных страховых компаниях, которые хорошо знают специфику различных видов технологического оборудования.

Риск несбалансированной ликвидности, связанный с возможностью финансовых потерь, возникающих в случае, когда лизингодатель не в состоянии рефинансировать свои активные операции, сроки платежей по которым не наступили, можно минимизировать путем увязки потоков денежных средств во времени и по объемам; создания резервного фонда, а также диверсификации пассивных операций банков.

Риск неплатежа, связанный с вероятностью неуплаты лизингополучателем лизинговых платежей может быть минимизирован на основе взвешенного анализа финансового положения лизингополучателя.



Рис. 4.3.2. Классификация рисков банков в процессе лизингового обеспечения программ модернизации СВП

Важное значение для иностранных лизингодателей имеют политические и юридические риски, тесно связанные между собой и наиболее ярко проявляющиеся при осуществлении международных лизинговых операций. При этом политический риск выражает опасность финансовых потерь, связанных с изменением политической ситуации в стране, забастовками, изменением государственной экономической политики и т.п. Юридический риск связан с потерями, возникающими в результате изменения действующего хозяйственного и финансового законодательства.

В качестве наиболее эффективных способов управления политическими и юридическими рисками зарубежных банков, осуществляющих лизинговое обеспечение СВП Узбекистана, можно рекомендовать внимательный анализ особенности политической ситуации и налогового законодательства республики, увеличение рискованной премии пропорционально предполагаемой величине рисков, а также принятие межправительственных соглашений по гарантии инвестиций в лизинговые сделки для данной категории предприятий.

Одним из главных препятствий на пути расширения масштабов лизингового обеспечения потребностей модернизации СВП Узбекистана является нехватка стартового оборотного капитала у самих банков лизингодателей. Так как они должны приобретать оборудование, транспортные средства и другие виды имущества у производителей за полную стоимость, им часто требуются значительные объемы долгосрочных кредитных ресурсов. При этом предоставление кредитов напрямую лизинговым компаниям для коммерческих банков предпочтительнее, чем их выдача множеству простых лизингополучателей. Кроме того, расширение такой формы участия банков в увеличении масштабов финансового лизинга вносит ощутимый вклад в функциональное развитие национального рынка лизинговых услуг и содействует значительному снижению уровня риска долгосрочного кредитования субъектов хозяйствования.

Учитывая заинтересованность государства в обновлении производственных фондов СВП республики, оно должно взять на себя дополнительные функции по стимулированию спроса на приоритетные виды производимого в стране оборудования, техники путем оказания целенаправленной поддержки банков, реализующих их

посредством лизинга. Учитывая, что в посткризисный период государством оказана значительная финансовая помощь банковскому сектору, именно активизация участия банков в лизинговом обеспечении СВП может способствовать повышению связи имеющихся в их распоряжении долгосрочных финансовых ресурсов с потребностями модернизации реального сектора национальной экономики, предотвратив давление этих денежных средств на курс сума.

Принимая во внимание, что собственного капитала банка, как правило, недостаточно для кредитования крупных проектов СВП поддержка государства могла бы выразиться в стимулировании процессов создания на территории республики высоко интегрированных банковских консорциумов, пользующихся финансовой поддержкой и гарантиями государства. Примером успешного функционирования подобных структур может служить межбанковская лизинговая компания «Барака», которая в настоящее время является крупнейшим лизингодателем на национальном рынке лизинговых услуг.

Реализация указанных выше мер, определяемых необходимостью оживления спроса реального сектора на инвестиционные товары СВП в условиях сжатия денежной массы, падения платежеспособности и отечественных заемщиков, позволит не только обеспечить поддержку сбыта продукции отечественных производителей технологического оборудования, но и организовать надежное и прибыльное вложение банковских средств, что будет иметь в целом мультипликативный позитивный эффект для реструктуризации всех отраслей экономики Узбекистана.

Накопленный за годы Независимости опыт использования потенциала лизинговых отношений для модернизации национальной экономики позволяет сделать вывод о его высокой эффективности в деле технического обновления производительных сил республики. Исходя из сложившегося положения с инвестиционным обеспечением процессов модернизации СВП Узбекистана в краткосрочной перспективе лизинговый механизм может стать одним из наиболее реальных источников финансирования банками их растущих инновационных потребностей. Главным результатом участия банков в расширении рынка лизинговых услуг следует считать не только техническое перевооружение СВП, но и создание новых рабочих мест, а значит – увеличение прибыли

данной категории предприятий, расширение базы налогообложения и пополнение доходной части бюджетов всех уровней.

Однако для расширения масштабов использования банками потенциалы лизинга для нужд модернизации СВП необходимы усилия органов межведомственного экономического контроля, коммерческих банков и лизинговых компаний по расширению спектра лизинговых услуг, увеличению их объемов и доступности для данной категории субъектов хозяйствования Узбекистана.

ГЛАВА 5. ПУТИ РАСШИРЕНИЯ МАСШТАБОВ ИНВЕСТИЦИОННОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ БАНКАМИ ПОТРЕБНОСТЕЙ МОДЕРНИЗАЦИИ СВП ПОСРЕДСТВОМ ЦЕННЫХ БУМАГ

5.1. Расширение масштабов использования банками потенциала акционерного финансирования для инвестиционного обеспечения СВП

Активными участниками процесса расширения масштабов акционерного финансирования потребностей модернизации СВП выступают коммерческие банки, вносящие существенный вклад в инвестиционное обеспечение программ модернизации реального сектора экономики Узбекистана.

На рис. 5.1.1 представлены возможные формы реализации коммерческими банками потенциала акционерного финансирования.



**Рис. 5.1.1. Основные формы участия банков в реализации
потенциала акционерного финансирования потребностей
модернизации СВП**

Центральное место в нем принадлежит способности банков участвовать в капитале вновь создаваемых СВП в качестве акционеров, подготовке и размещении дополнительных выпусков акций, связанных с финансированием программ модернизации их деятельности. Особо следует подчеркнуть способность банков содействовать им в подготовке и реализации программ публичного размещения акций на зарубежных рынках капитала, получивших название IPO. Действенным может стать и использование ими потенциала акций в процессе реализации процедур слияния или поглощения «А&М», осуществляемых СВП с целью укрепления своей конкурентоспособности или завоевания новых рынков сбыта продукции или услуг.

Однако, расширению масштабов использования банками Узбекистана потенциала акций для привлечения иностранных внутренних инвестиций препятствует ряд барьеров, с которыми уже сталкивались другие страны с переходной рыночной экономикой. Во-первых, иностранный предпринимательский капитал вкладывается в экономики этих стран однократно (при покупке или при создании производства), в то время как репатриация прибыли производится ими постоянно. В результате наступает момент уравнивания ввезенного и вывезенного капитала. Во-вторых, иностранный капитал вкладывается в СВП тех отраслей, которые в настоящее время способны обеспечить максимальную прибыль, а это может, в свою очередь, вызвать непропорциональное, с точки зрения национальных интересов Узбекистана, развитие других отраслей его экономики. В-третьих, нельзя забывать, что иностранные инвесторы заинтересованы вложить средства в развитие тех СВП, товары и услуги которых уже конкурентоспособны на мировом рынке. К сожалению в настоящее время для Узбекистана это очень узкий сегмент рынка (нефтегазовый комплекс, горнодобывающие отрасли, химическая и пищевая промышленность, телекоммуникации), что объективно служит фактором, ограничивающим приток зарубежных инвестиций в реальный сектор национальной экономики.

Другая серьезная проблема, снижающая эффективность использования банками инвестиционного потенциала акций, связана со структурой капитала большинства отечественных СВП. Как уже было отмечено в третьей главе монографии, отечественный рынок

корпоративных акций является олигополистичным, т.к. большая часть акционерного капитала сосредоточена в малоподвижных крупных госпакетах акций, в то время как свободная часть их капиталов не превышает 5-8%. Многие реальные владельцы контрольных пакетов акций данной категории предприятий боятся в процессе наращивания капитала потерять контроль над ними и стараются всеми возможными мерами сдерживать процедуры расширения дополнительного выпуска акций.

Институциональное становление механизма финансирования потребностей модернизации стратегически важных предприятий посредством акций зависит от многих условий, важнейшим из которых выступает своевременное и качественное формирование в Республике Узбекистан благоприятного инвестиционного климата для иностранных и внутренних инвесторов. Не случайно, в своем докладе на заседании Кабинета Министров Республики Узбекистан, посвященном итогам социально-экономического развития республики в 2008 году и важнейшим приоритетам устойчивого развития экономики на 2009 год, Президент И.А.Каримов создание в республике благоприятного инвестиционного климата для модернизации предприятий реального сектора назвал «главным фактором ускорения структурных преобразований». [1.3.3]

Важнейшим условием расширения масштабов использования банками потенциала акций для финансирования потребностей СВП Узбекистана выступает модернизация нормативно-правового обеспечения различных видов их операционной деятельности на рынке ценных бумаг, связанно с привлечением инвестиций отечественных и внутренних инвесторов. Если на начальном этапе становления механизма акционерного финансирования в республике главными являлись вопросы создания нормативно-правовой базы, регламентирующей процедуры его реализации, то в настоящее время наиболее важное значение приобретают процедуры и механизмы контроля за соблюдением принятых нормативно-правовых актов всеми участниками инвестиционного процесса. В этой связи оказывается особенно актуальной реформа фондового законодательства и установление более высокого уровня административной ответственности эмитентов и инвестиционных посредников перед инвесторами. К сожалению, многие действующие законы не включают меры компенсации инвесторам потерь в

случае неплатежей или правонарушений со стороны эмитентов ценных бумаг или инвестиционных посредников, что также затрудняет процессы использования коммерческими банками потенциала инструментов акционерного финансирования. Сказывается отсутствие нормативных документов, четко регламентирующих порядок совершения отдельных видов операций с акциями, а также отсутствие в структуре фондового рынка Узбекистана специализированных финансовых институтов, обеспечивающих полный цикл операционной деятельности банков с ценными бумагами.

В качестве перспективного направления совершенствования нормативно-правовой базы акционерного финансирования в краткосрочной перспективе следует рассматривать разработку, принятие и исполнение нормативно-правовых актов, направленных на повышение эффективности использования потенциала акций для финансирования программ модернизации различных сторон деятельности СВП.

Для расширения масштабов акционерного финансирования потребностей СВП в среднесрочной перспективе требуется значительное расширение спектра используемых в хозяйственном обороте акций, примерный перечень которых указан на рис. 5.1.2.

Наиболее эффективным инструментом акционерного финансирования на нужды развития СВП должны стать программы публичного размещения их акций на зарубежных рынках капитала, получивших название программ «IPO». Однако для успешной организации указанных программ стратегически важные предприятия Узбекистана как эмитенты акций должны быть готовыми к удовлетворению следующих общих международных стандартов фондовой деятельности:

- показывать устойчивый рост показателей финансовой деятельности (динамика роста оборота выпускаемой продукции, размеры активов и чистой прибыли) и тенденцию к увеличению размеров занимаемой доли рынка;
- иметь размер собственных активов и/или годового оборота финансовых ресурсов в объеме не менее 5-10 млн. долл. США;
- иметь финансовые отчеты IAS или GAAP вместе с аудиторским заключением известной аудиторской компании за последний календарный год;

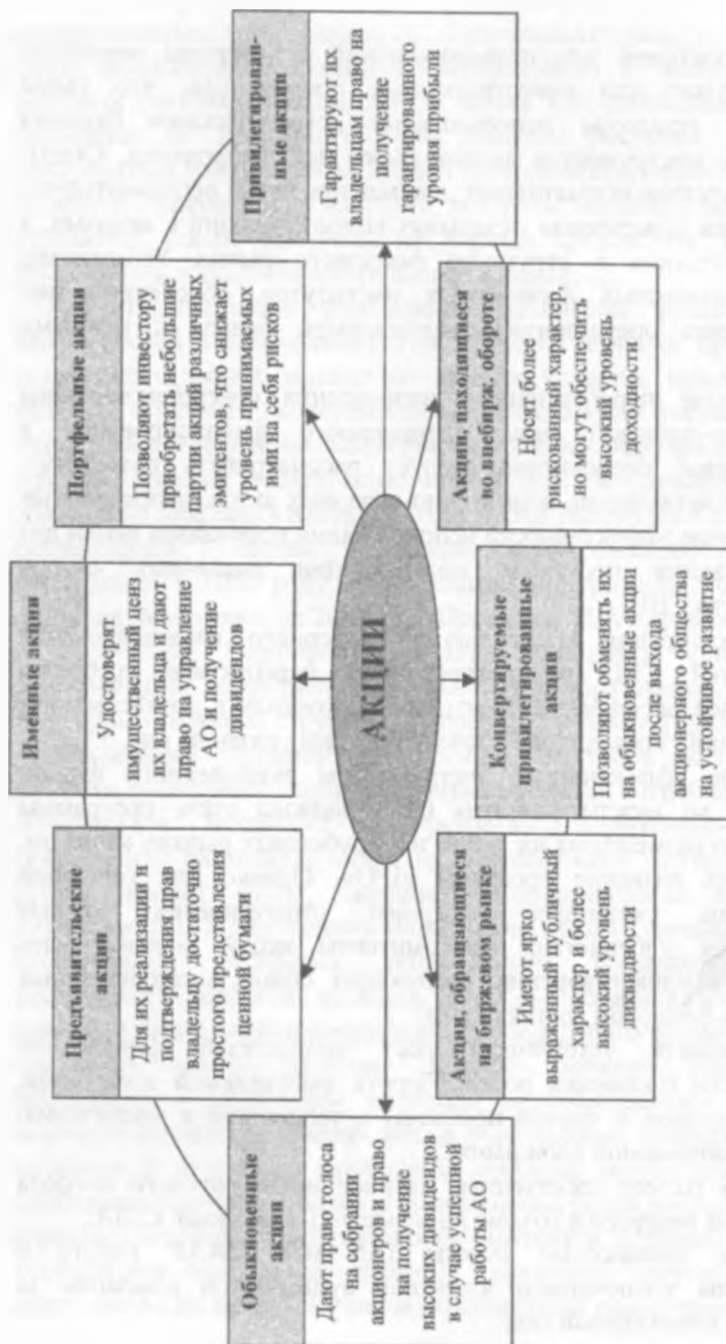


Рис. 5.1.2. Перечень инструментов акционерного финансирования, используемых зарубежными банками для инвестиционного обеспечения потребностей ВИКС

– осуществлять деятельность в привлекательных для зарубежных аналитиков и иностранных инвесторов секторах экономики, а для высокотехнологичных компаний - обладать экспертно подтвержденным «ноу-хау»;

– иметь достаточно ликвидный собственный бухгалтерский баланс и не быть чрезмерно обремененными кредиторской задолженностью;

– иметь квалифицированный менеджмент, обладающий долгосрочным видением стратегии развития собственного бизнеса и обеспечения конкурентоспособности выпускаемой ими продукции.

Приступая к реализации программ IPO, СВП Узбекистана должны помнить, что в процессе акционерного финансирования они могут использовать возможности как частного, так и публичного размещения. При этом частное размещение, предполагает, что выпущенные акции будут ограничены в обращении 2 годами, то есть не смогут продаваться неквалифицированным (частным, средним и мелким) инвесторам в течение этого периода. При этом каждый отдельный держатель ограниченных акций имеет право продавать до 1% их общего объема в квартал. Акции в данном случае оцениваются с 30-35% дисконтом по отношению к среднеквартальной цене, предшествующей привлечению финансирования. При публичном размещении акций эмитенты получают возможность выпускать свободные от ограничений акции, свободно торгующиеся на открытом рынке ценных бумаг.

Прежде чем перейти к рассмотрению содержания процесса участия банков в программах проведения IPO для СВП республики, целесообразно рассмотреть существующие в зарубежной практике подходы к реализации этого перспективного для Узбекистана метода акционерного финансирования и охарактеризовать его основных участников. [2.1.17]

Со стороны компании-эмитента акций активное участие в принятии решения об осуществлении программы IPO принимают следующие лица:

- акционеры компании (владельцы бизнеса);
- топ-менеджеры, на которых ложится основная нагрузка по реализации данной программы;
- различные службы, которые в той или иной степени будут задействованы в подготовке компании к выходу на публичный

рынок (финансовый и юридический департамент, инвестиционный отдел, бухгалтерия, PR- и IR-службы).

В группу организаторов размещения акций обычно включаются собственно организаторы программы IPO из числа банков или инвестиционных компаний, андеррайтеры, финансовые и юридические консультанты, аудиторы, биржи, букраннеры, PR-агентства. Организатором публичного размещения акций выступает профессиональный участник, имеющий лицензии на осуществление брокерской и дилерской деятельности, либо только брокерской деятельности, который оказывает услуги по организации различных аспектов выпуска ценных бумаг, выполняя существенную часть фактических и юридических действий, требуемых при подготовке размещения и размещении выпуска ценных бумаг на зарубежных фондовых рынках.

Соорганизатор выпуска акций – это профессиональный участник, имеющий лицензии на осуществление брокерской и дилерской деятельности, либо только брокерской деятельности, который оказывает услуги по организации выпуска ценных бумаг, выполняя при координации со стороны ведущего андеррайтера и/или организатора выпуска значимую часть фактических и юридических действий, требуемых при подготовке размещения и размещения выпуска ценных бумаг.

На рис. 5.1.3 дана классификация основных функций, которые могут выполнять банки, выступающие организаторами программ IPO для СВП Узбекистана.

Учитывая широкий круг задач и большой объем работы по реализации указанных функций, в условиях Узбекистана целесообразно их распределение между несколькими банками и инвестиционными институтами за счет создания эмиссионного синдиката. Данная проектная структура должна создаваться только на время подготовки и публичного размещения выпуска акций СВП и распускаться сразу после завершения программы IPO.

Как правило, для осуществления IPO требуется от 3 месяцев до 1 года при условии, что основная подготовительная работа в компании-эмитенте уже проведена. СВП Узбекистана, желающие привлечь капитал через механизм IPO, должны предварительно грамотно оформить финансовую отчетность и провести ее аудит,



Рис. 5.1.3. Классификация основных функций организатора программы IPO¹

создать единую прозрачную холдинговую структуру, а также приобрести опыт привлечения инвестиционных ресурсов посредством ценных бумаг. В качестве полигона для приобретения такого опыта может быть использован выпуск корпоративных облигаций или продажа неконтрольного пакета акций стратегическому или институциональному инвестору. Потенциальные инвесторы должны быть уверены, что отчетность эмитента отражает его реальное положение, а руководство имеет опыт взаимоотношений с кредиторами, партнерами по бизнесу и инвесторами. При этом следует иметь в виду, что если андеррайтер не сможет собрать необходимое количество заявок от инвесторов или текущая конъюнктура рынка, по его мнению, будет неблагоприятной для размещения, то программа IPO может либо вообще не состояться, либо быть отложенной на неопределенный срок.

Наряду с таким инструментом акционерного финансирования, как дополнительный выпуск акций и реализация программ IPO эффективным средством наращивания инвестиционного потенциала СВП Узбекистана могут стать процедуры слияния и поглощения, получившие в зарубежной литературе название процедур «М&А».

¹ Рисунок предложен автором

Одним из самых фундаментальных мотивов использования крупными предприятиями данных процедур является стремление к росту для приобретения конкурентных преимуществ или завоевания новых сегментов рынка. Компании, стремящиеся к расширению своего бизнеса, обычно стоят перед выбором между внутренним ростом за счет повышения эффективности производства и внешним ростом через процедуры слияния и поглощения. Внутренний рост предприятий требует длительного времени и может быть неопределенным, в то время как рост через слияния и поглощения выступает гораздо более быстрым процессом, хотя и требует определенных жертв и связан с большими рисками. Безусловно самым важным источником роста стоимости компании является эффект синергии, достигаемый при слияниях и поглощениях. Способность создать стоимость более высокую, чем самостоятельная стоимость поглощенного предприятия, за счет использования активов обеих компаний называется синергией. Стоимость сделки напрямую зависит от того, как продающая и покупающая стороны оценивают синергетические эффекты. При этом компании очень часто переоценивают их, а это грозит значительными потерями покупающей стороне.

Создание дополнительной стоимости компании как результат синергетического эффекта складывается из операционной и финансовой синергии. Операционная синергия – это дополнительная стоимость от слияния ресурсов и зависит от вида слияния. В самом общем виде расчет производится суммированием экономий на масштабе (эффекта, получаемого за счет объединения управленческого персонала, функциональных служб и т.п.) и таких эффектов, как перекрестные продажи, доступ к новым рынкам, трансфер технологий, расширение географии присутствия с новыми возможностями (увеличением рыночной мощи, операционными и финансовыми возможностями). Из этого необходимо вычесть издержки на реализацию указанных эффектов. Доход от увеличения эффективности работы в большинстве случаев достигается за счет операционной экономии, которая выражается в устранении дублирования функций, объединении таких видов деятельности, как маркетинг, учет, снабжение, сокращении затрат на сбыт.

Помимо операционной экономии причиной слияния может стать достижение экономии за счет масштаба, что снижает средние

издержки на единицу продукции при увеличении объема производства. Однако при превышении некоторого оптимального объема производства увеличение объема работ влечет за собой все больше издержек, что перекрывает образующийся за счет этого увеличения рост продуктивности, в результате чего эффективность работы компании снижается.

Консультанты, предоставляющие услуги по организации обратных поглощений приводят в качестве аргументов выбора такого способа выхода на фондовый рынок такие его преимущества, как:

- Более оперативные сроки выхода на биржу по сравнению с IPO.

- В связи с выходом на иностранную биржу рыночная стоимость компании оценивается выше прежней, в первую очередь, иностранными инвесторами, т.е. происходит так называемая переоценка справедливой рыночной цены компании.

- Появление новых возможностей по привлечению финансирования на более выгодных для компании условиях.

- Зачастую меньший уровень затрат, связанных с выходом на биржу, по сравнению с IPO.

- Рост ликвидности активов компании посредством появления возможности их продажи через продажу акций на иностранной бирже.

- При использовании процедуры M&A вместо IPO требования к структурированности бизнеса и его прозрачности не такие жесткие.

- Сроки проведения M&A в сравнении с IPO, по оценкам различных экспертов, в 1,5-2 раза меньше.

К минусам сделок обратного поглощения предприятий, получивших название RTO, можно отнести следующее:

- Далеко не каждая компания-оболочка является специально созданной для обратного поглощения компанией (blank check). Это означает, что при участии в M&A компании-оболочки, «имеющую длительную историю» может возникнуть целый ряд проблем, связанных с ее предыдущей деятельностью, которые придется решать уже новым акционерам. Более того, компания «с историей» может иметь негативный имидж в глазах инвесторов, работающих на фондовом рынке, что не позволит достичь желаемых результатов.

– В случае приобретения не 100% прав на компанию-оболочку возможен целый ряд проблем со старыми акционерами.

– Путем RTO чаще всего выходят не на самые большие торговые площадки, что зачастую приводит к низкорейтинговому позиционированию компании.

Консультанты, оказывающие услуги по организации сделок слияний и поглощений, утверждают, что данный механизм позволяет компании выйти на фондовый рынок быстрее, с меньшими затратами и меньшими требованиями со стороны регулирующих органов, чем при IPO.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что обратное поглощение является менее затратным способом выхода на фондовый рынок, чем публичное размещение, в случае, если компании после поглощения не требуется привлечения внешнего финансирования в краткосрочном периоде. В противном случае затраты на обратное поглощение вместе с вторичным размещением могут быть сравнимы с затратами на IPO.

Еще одним преимуществом обратного поглощения являются менее жесткие требования к раскрытию информации со стороны частной компании. Если формирование новой публичной компании через IPO можно сравнить с рождением ребенка, то обратное поглощение - с усыновлением: оно проходит тихо, без привлечения внимания, и все узнают о нем только после того, как оно произошло.

Перспективным инструментом акционерного финансирования инновационных потребностей СВП Узбекистана могут стать американские или глобальные депозитарные расписки, опыт обслуживания которых имеют многие зарубежные инвестиционные банки. Депозитарные расписки выпускаются американским коммерческим банком-депозитарием («Depository») под ценные бумаги иностранного эмитента. Последние обычно депонируются в банке-корреспонденте депозитария («хранителе» или «custodian»), который расположен в стране эмитента. Банк-депозитарий действует в соответствии с депозитным договором (соглашением), сторонами которого, как правило, являются депозитарий, эмитент и все лица, в то или иное время являющиеся собственниками или собственниками-выгодоприобретателями депозитарных расписок. Хранитель депозитарных расписок осуществляет свои функции на основании договора с депозитарием («Custodian Operating Letter For

American Depositary Receipts»). Владелец ДР может в любое время обменять их на депонированные ценные бумаги иностранного эмитента. Как трансферент и держатель реестра депозитарий обрабатывает трансферты депозитарных расписок и ведет реестр их зарегистрированных держателей. Также депозитарий в проектах ДР обрабатывает выплаты дивидендов, выступает в качестве доверенного лица и отвечает на запросы акционеров.

Однако для внедрения банками данного инструмента акционерного финансирования в практику инвестиционного обеспечения СВП Узбекистана необходима разработка и принятие целого пакета нормативно-правовых актов, регламентирующих выпуск и обращение этих сложных финансовых инструментов.

Учитывая большую капиталоемкость большинства программ модернизации, сложное финансовое состояние многих СВП, а также высокий уровень рисков акционерного инвестирования, государство должно оказывать им содействие в решении данной сложной и капиталоемкой проблемы. Правильному пониманию механизма государственного воздействия на рассматриваемые процессы должна способствовать представленная на рис. 5.1.4 классификация возможных методов участия государства в расширение масштабов



Рис. 5.1.4. Основные методы воздействия государства на расширение масштабов акционерного финансирования СВП

использования потенциала акций для финансирования потребностей СВП, составленная автором на основе изучения мирового опыта организации данной работы.

К методам **институционального воздействия** государства на процессы расширения масштабов акционерного финансирования потребностей СВП можно отнести:

- формирование государственной политики, направленной на повышение инвестиционной привлекательности СВП республики;
- создание условий для вывода акций СВП на крупные зарубежные биржевые площадки;
- предоставление гарантий стратегическим иностранным инвесторам и внутренних институциональных гарантий инвесторам, участвующим в капитале СВП Узбекистана;
- содействие обеспечению опережающих темпов развития инфраструктуры рынка ценных бумаг, способной обеспечить прозрачность деятельности СВП и снизить риски инвесторов, вкладывающих свои ресурсы в их акции.
- создание межведомственного координационного органа управления, ответственного за развитие акционерного финансирования в стране и обеспечивающего реализацию государственной политики в области финансового обеспечения программ модернизации стратегически важных предприятий;
- формирование инвестиционно-финансовой инфраструктуры акционерного финансирования, включающей некоммерческие и коммерческие организации, предназначенной для оказания жизненно важных услуг участникам рынка ценных бумаг на безвозмездной, льготной или коммерческой основе.
- создание правил и процедур, регламентирующих реализацию на практике методов акционерного финансирования потребностей модернизации предприятий реального сектора национальной экономики.

Тесно связанными с институциональными являются **нормативно-правовые методы** воздействия государства на расширение масштабов акционерного финансирования потребностей СВП. Данные методы включают в себя совокупность законодательных, нормативно-технических и других методов, призванных создавать справедливые правила игры на инвестиционном поле, регламентировать процессы привлечения и освоения прямых

иностранных инвестиций для нужд СВП базовых отраслей экономики, а также защищать интересы и права отечественных и иностранных инвесторов, вложивших свои капиталы в акции этих предприятий. В частности, в скорейшей корректировке нуждается одно из важнейших положений Закона Республики Узбекистан «Об инвестиционной деятельности», разрешающее предоставлять государственные средства акционерным компаниям путем предоставления средств из государственного бюджета на условиях соответствующей передачи в государственную собственность части акций акционерных обществ, с последующей их реализацией на открытом фондовом рынке.

Процесс расширения масштабов привлечения инвестиций на нужды развития СВП через инструменты акционерного финансирования должен осуществляться **экономическими методами** через эффективную промышленную, инвестиционную и внешнеэкономическую политики, пронизывающие все уровни и звенья хозяйственной системы страны. Перспективным направлением такого воздействия может стать создание формальных процедур участия ЦКК при ГКИ РУз и МВЭСИиТ в подготовке основных направлений денежно-кредитной, монетарной и фискальной политики, в бюджетных разработках, а также в формировании кратко- и долгосрочных макроэкономических сценариев развития национальной экономики. В частности, существенную помощь СВП могла бы оказать практика введения для них отсроченных налоговых требований, которые распространяются на суммы налога на прибыль, возмещаемые в будущие периоды, а также в отношении налогооблагаемой временной разницы; перенесенных неиспользованных налоговых убытков, а также перенесенных неиспользованных налоговых льгот (скидок).

Реализация экономических методов воздействия государства на расширение масштабов операций банков по инвестиционному обеспечению процессов модернизации СВП посредством инструментов акционерного финансирования должна осуществляться путем стимулирования деятельности банковских институтов, связанной с выпуском дополнительных эмиссии акций, реализацией программ IPO, процедур M&A и т.д. Кроме этого государство должно обеспечивать опережающие темпы создания специализированных инфраструктурных формирований, работающих в области

экономической, информационной и управленческой поддержки программ модернизации СВП, а также новых рыночных структур, строящих свою работу на проектной основе.

Организационно-технические методы воздействия государства на расширение масштабов использования банками инструментов акционерного финансирования потребностей СВП должны включать в себя разработку государственных, региональных или отраслевых программ повышения их инвестиционной привлекательности, обеспечение их реализации на практике, корректировку механизма надзора и регулирования данного процесса, а также организацию профессиональной подготовки и переподготовки банковских специалистов по вопросам инвестиционного менеджмента

В процессе расширения масштабов акционерного финансирования потребностей модернизации СВП, наряду с комплексным подходом к функциональному развитию фондового пространства, от республиканских, отраслевых и территориальных органов межведомственного контроля требуется умелое осуществление, с одной стороны, комплекса мер, направленных на совершенствование макроэкономической политики, стимулирующей рост масштабов эмиссионной деятельности СВП, а с другой стороны – комплекса мер косвенного воздействия на активность потенциальных инвесторов и инвестиционных институтов в вопросах использования их потенциала в своих инвестиционных целях.

Помимо формирования благоприятного инвестиционного климата, масштабы и качество привлечения иностранных инвестиций для финансирования потребностей модернизации СВП посредством акций будут зависеть от умелой консолидации усилий государства, органов межведомственного экономического контроля, финансовых институтов и самих предприятий данной категории.

Формируемый механизм акционерного финансирования потребностей модернизации СВП должен быть направлен на наращивание капитала тех предприятий национальной экономики, которые обладают большим экспортным потенциалом, но продукция которых в настоящее время не соответствует международным стандартам из-за большого физического износа используемых там технологий, а также низкого уровня маркетинга и корпоративного менеджмента. Повысить интерес иностранных инвесторов к таким СВП смогла бы система скидок, в том числе за большие объемы

акций. для приобретения их собственности. за сокращение сроков выкупных платежей по инвестиционным обязательствам, за покупку собственности в счет погашения кредитных валютных средств, полученных под гарантии правительства и т.д.

Центральное место в структуре формируемого механизма привлечения иностранных инвестиций посредством ценных бумаг принадлежит Центру по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимущества Республики Узбекистан, на который возложены функции создания институциональных основ для выполнения перераспределительной функции фондового рынка, а также условий для привлечения иностранных инвестиций.

Широкий круг вопросов предстоит решить Министерству внешнеэкономических связей, инвестиций и торговли, а также созданному при нем в 2007 году Агентству по информационному обеспечению и содействию иностранным инвесторам «Узин-фоинвест», призванному оказывать всемерное содействие СВП республики в осуществлении крупных инновационных проектов, реализуемых с участием прямых иностранных инвестиций.

Большие возможности для расширения масштабов привлечения иностранных инвестиций на нужды модернизации СВП имеются у Министерства финансов Республики Узбекистан, располагающего крупными госпакетами акций в структуре их капитала. Передав эти малоподвижные активы в управление ведущим коммерческим банкам, можно было бы реализовать ряд крупных программ IPO, вырученные средства от которых направить на реализацию крупных инвестиционных проектов модернизации национальной экономики с участием институциональных иностранных инвесторов.

Расширению масштабов использования потенциала акций для привлечения иностранных инвестиций для нужд развития СВП могло бы способствовать создание в структуре национальной банковской системы Узбекистана специализированного инвестиционного банка, предназначенного для финансирования инновационных потребностей данной категории предприятий. Основными функциями создаваемого инвестиционного банка Узбекистана могли бы стать:

1) формирование спроса на акции стратегически важных предприятий Узбекистана со стороны иностранных и отечественных инвесторов;

2) льготное долгосрочное кредитование под залог ценных бумаг СВП их крупных инновационных проектов и программ, обеспечивающих освоение новых технических средств или прорыв в технологическом развитии производства;

3) страхование рисков отечественных инвесторов, вкладывающих средства в крупные инвестиционные проекты СВП, имеющие высокую инновационную направленность;

4) контроль за целевым использованием иностранных инвестиций, вкладываемых в крупные проекты СВП, вошедшие в государственную инвестиционную программу, а также отраслевые или региональные программы инновационного развития;

5) оказание практической помощи СВП за счет грантов международных финансовых институтов в разработке бизнес-планов инновационных проектов, направленных на модернизацию базовых отраслей национальной экономики.

Но главной функцией создаваемого банка должна стать работа по выводу акций стратегически важных предприятий Узбекистана на зарубежные рынки капитала, без чего невозможно повысить инвестиционную привлекательность национального фондового рынка и привлечь стратегических иностранных инвесторов в реальный сектор экономики Узбекистана.

Эффективным средством ускорения процессов институционального становления данного банка должны стать пониженные размеры обязательных резервных требований, а также льготное налогообложение его доходов, в частности, речь может идти о снижении на 50% ставки налога на прибыль по сравнению с основной ставкой указанного налога, применяемой в банковской сфере и т.д. Вполне возможным вариантом может быть и полное освобождение на период становления от налогообложения его доходов, получаемых в результате финансирования инновационных проектов национального масштаба и программ, связанных с развитием СВП или реализацией национальных проектов.

В качестве основных форм пополнения ресурсов указанного банка могут быть: эмитируемы им долговые обязательства; доля средств, полученная от реализации выпуска целевых государственных

ных долговых обязательств; увеличение уставного фонда за счет средств акционеров, заинтересованных в расширении масштабов деятельности данного банка; льготные кредиты, размещаемые Центральным банком Узбекистана по ставкам, аналогичным процентным ставкам в развитых странах мира.

Своевременное решение вопроса создания такого банка позволит укрепить институциональные основы акционерного финансирования в Республике Узбекистан и поставить на должный уровень такие формы привлечения иностранных инвестиций, как программы публичного размещения акций на внешних рынках капитала (IPO), процедуры слияния и поглощения (M&A), государственное частное партнерство и другие.

Важнейшим условием обеспечения притока иностранных инвестиций посредством инструментов акционерного финансирования выступает наличие разветвленной и доступной инфраструктуры фондового рынка. Ее успешное формирование на рынке акций Узбекистана должно включать в себя:

1) содействие со стороны государства процессу накопления и улучшения структуры основного и оборотного капитала инвестиционных институтов;

2) субсидирование процессов модернизации технических систем, обслуживающих процессы инфраструктурного обеспечения рынка ценных бумаг Узбекистана;

3) государственное гарантирование кредитов, направляемых на модернизацию действующих систем технического обслуживания инфраструктурных институтов фондового рынка;

4) предоставление скидок с налога на прибыль инвестиционных институтов в размере части капиталовложений, направляемых на приобретение нового технологического оборудования или средств телекоммуникаций;

5) обложение прибыли инфраструктурных институтов фондового рынка в период их становления по пониженным налоговым ставкам.

Главным функциональным звеном формирующейся инвестиционно-финансовой инфраструктуры рынка акций СВП Узбекистана должна стать качественно новая торговая система, охватывающая биржевой и внебиржевой рынки акции республики. Именно она призвана быстро размещать крупные партии акций СВП как эмитентов, одновременно обеспечивая спрос на них со

стороны иностранных и внутренних инвесторов. Для успешной реализации этой важной функции представляется необходимым внедрение в Республике Узбекистан используемых в США четырех форм организации биржевой торговли акциями, состав которых показан на рис. 5.1.5.

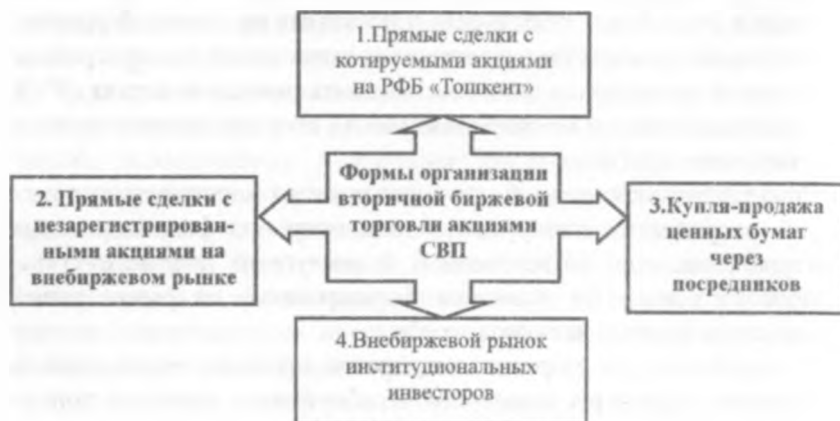


Рис. 5.1.5. Предлагаемые формы организации вторичной биржевой торговли акциями СВП

Если первая из указанных форм торговли акциями СВП будет реализовываться на биржевом рынке через Республиканскую фондовую биржу «Тошкент», где осуществляются сделки с котируемыми ценными бумагами, то остальные три формы должны быть связаны с функционированием внебиржевого рынка, на котором осуществляются операции с незарегистрированными на бирже ценными бумагами. Такой подход позволит расширить структурный потенциал вторичного рынка акций СВП Узбекистана за счет использования преимуществ тех или иных форм торговли ценными бумагами для отечественных или иностранных инвесторов. Особенность четвертой формы биржевой торговли будет заключаться в том, что участники сделок на этом рынке получают возможность осуществлять операции, минуя посредников, через компьютерную систему.

Таким образом, можно сделать вывод, что своевременная реализация указанных выше предложений и рекомендаций, подкрепленная консолидированными усилиями государства, коммерческих банков и самих СВП по их проработке и внедрению, должна позволить расширить масштабы использования банками потенциала механизма акционерного финансирования программ модернизации ключевых предприятий базовых отраслей экономики Узбекистана.

5.2. Расширение масштабов использования банками долговых ценных бумаг для финансирования программ модернизации СВП

Перспективным направлением совершенствования механизма инвестиционного обеспечения банками растущих потребностей развития СВП Узбекистана должно стать увеличение масштабов использования инструментов долгового финансирования. При этом в состав инструментов долгового финансирования посредством ценных бумаг входят корпоративные облигации, коммерческие векселя, банковские и жилищные сертификаты, закладные и другие виды долговых ценных бумаг, которые имеют ряд важных преимуществ по сравнению с акциями и другими инвестиционными инструментами.

Наиболее эффективным инструментом долгового финансирования программ модернизации СВП республики следует считать выпуск корпоративных облигаций, позволяющих быстро и эффективно привлекать средства внутренних и внешних инвесторов, т.к эмитенты долговых ценных бумаг фиксируют свои обязательства вовремя вернуть их владельцам взятые средства и обеспечить им конкретный уровень рентабельности авансированных ресурсов.

Расширению спроса на долговые ценные бумаги, эмитируемые СВП Узбекистана, способствовало то обстоятельство, что в период устранения негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса многие институциональные инвесторы предпочли вывести свои средства с рынка акций и стали обращать больше внимания на считающиеся более надежными корпоративные облигации. При этом в их инвестиционных портфелях стала

пропорционально увеличиваться доля облигаций крупных корпоративных заемщиков. Еще одним преимуществом для инвесторов, желающих приобрести данный вид ценных бумаг, является упрощенная процедура их приобретения, т.к. им достаточно подтвердить свое согласие на их приобретение.

Главным преимуществом использования долговых ценных бумаг для СВП, как официальных эмитентов, заключается в том, что они не требуют таких больших затрат на свой выпуск, размещение и обслуживание, как акции. Другим существенным преимуществом расширения масштабов использования долговых ценных бумаг в качестве привлекательных инструментов финансирования программ модернизации различных сторон деятельности СВП является то, что их выпуск не угрожает последним потерей контроля над своим бизнесом, как это бывает в случае выпуска дополнительных эмиссий акций. Кроме того, средства от их размещения поступают в распоряжение эмитентов на конкретный период, не требуя целевого использования и залогового обеспечения как банковские кредиты.

К числу других существенных преимуществ использования долговых ценных бумаг для финансирования потребностей модернизации СВП необходимо также отнести более низкие ставки заимствования по сравнению с привлечением кредитов коммерческих банков; большие объемы потенциальных заимствований, а также достаточно длительные сроки заимствования инвестиционных ресурсов.

Тенденция к расширению масштабов участия банков в организации выпуска корпоративных облигаций, коммерческих векселей, банковских сертификатов и других видов долговых ценных бумаг обусловлена усиливающейся потребностью в привлечении инвестиций с открытого финансового рынка для инвестиционного обеспечения программ модернизации СВП модернизации реального сектора экономики Узбекистана. Активизация усилий банков по оказанию содействия этим предприятиям в расширении объемов повторных эмиссий корпоративных облигаций способна оказать позитивное влияние на приток потенциальных инвестиций на нужды их развития, т.к. у иностранных инвесторов появляется больше доверия к отечественным эмитентам и снижается уровень их инвестиционных рисков.

Как видно из рис. 5.2.1, участие в организации, размещении и обслуживании долговых ценных бумаг не только расширяет ресурсную и клиентскую базу банков, но и открывает возможности для оказания целого ряда дополнительных услуг, способствующих укреплению их финансового состояния.

Расширение масштабов участия банков в выпуске и обращении долговых ценных бумаг стратегически важных предприятий республики выгодно и государству, т.к. данная деятельность не только расширяет объемы привлекаемых финансовых ресурсов для нужд модернизации, но и оказывает позитивное влияние на развитие национального рынка корпоративных ценных бумаг. Выступая в роли наиболее крупных институциональных инвесторов и опытных инвестиционных посредников, банки оказывают существенное влияние на повышение общей ликвидности данного сегмента фондового рынка Узбекистана и рост инвестиционной привлекательности этой категории предприятий, составляющих стержень реального сектора национальной экономики.

Критический анализ состояния национального рынка долговых ценных бумаг свидетельствует, что, несмотря на резкий рост масштабов выпуска корпоративных облигаций в период 2009 – 2010 годов, совокупные объемы средств, привлеченных предприятиями реального сектора экономики Узбекистана с помощью выпуска облигаций, все еще остаются крайне незначительными (от 0,75 до 1,2% общего объема ВВП по стране). Как показали результаты проведенного автором исследования, дальнейшее расширение масштабов участия банков Узбекистана в финансировании потребностей модернизации деятельности СВП за счет выпуска ими долговых ценных бумаг сдерживается из-за низкого уровня прозрачности их деятельности и недостаточного уровня доходности облигаций большинства эмитентов данной категории.

Чтобы масштабы использования долговых ценных бумаг для финансирования потребностей модернизации производства резко возросли, предприятия данной категории должны научиться не только формировать спрос на них со стороны инвесторов, но и уметь эффективно использовать потенциал мобилизованных инвестиций, обеспечивая инвесторам своевременный возврат вложенных инвестиций и необходимый уровень доходности.

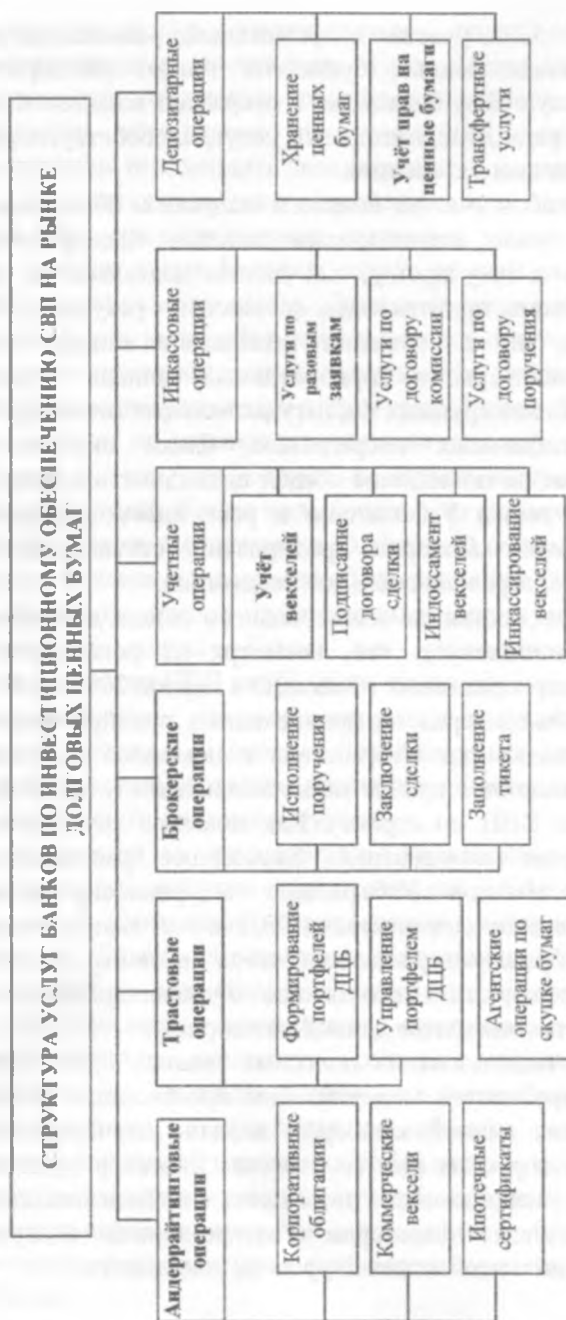


Рис. 5.2.1. Структура услуг коммерческих банков, связанных с обслуживанием выпуска, размещения и обращения долговых ценных бумаг СВП

В комплексе мер по расширению масштабов использования долговых ценных бумаг для финансирования потребностей СВП важное место принадлежит совершенствованию механизма выпуска и размещения долговых ценных бумаг.

Процесс участия банков в организации выпуска и размещения облигационных займов СВП должен начинаться с получения ими мандата на подготовку эмиссионного проспекта и инвестиционной декларации эмитента. После его получения банк приступает к разработке взвешенной эмиссионной стратегии, в которой должны быть отражены все аспекты реализации предстоящего облигационного займа. Важное значение имеет правильный выбор конкретной модификации выпуска облигационного займа, удовлетворяющего возможности и спрос как самого эмитента в лице СВП, так и потенциальных инвесторов по критериям риска, доходности и ликвидности эмитируемых корпоративных облигаций. Практически одновременно с конструированием схемы организации эмиссии облигационного займа должен идти процесс согласования условий и оформления договорных отношений между эмитентом и обслуживающим его банком, для чего стороны подписывают стандартный андеррайтинговый договор.

Второй этап выпуска должен начинаться с подготовки документов для государственной регистрации эмиссии корпоративных облигаций. На этом этапе ведущий андеррайтер собирает необходимый пакет документов. Одновременно с процессом подготовки документов и их регистрации основной андеррайтер постоянно ведет поиск потенциальных инвесторов, согласных приобрести размещаемые облигации в рамках осуществляемой эмиссии, и ведет переговоры с ними об условиях покупки облигаций. Завершением данной стадии становится организованная ведущим андеррайтером презентация выпуска, на котором встречаются высший управленческий персонал компании - эмитента, потенциальные инвесторы и члены эмиссионного синдиката.

Третий этап, связанный с первичным размещением корпоративных облигаций СВП, является наиболее ответственным этапом жизненного цикла реализации облигационного займа. Его проведение на высоком уровне должно являться одной из ключевых задач банка-андеррайтера облигационного займа, т.к. именно на этом этапе

проявляется качество проведенной им подготовительной работы, создающей ему имидж солидного инвестиционного посредника.

После проведения презентации ведущий андеррайтер завершает работу с инвесторами конкретного выпуска. При этом уточняется окончательный список инвесторов, заинтересованных в приобретении облигации при их первичном размещении и количество приобретаемых ими бумаг.

По итогам размещения облигаций эмитент совместно с ведущим андеррайтером должен составить отчет об итогах выпуска облигаций и приступить к выполнению принятых на себя долговых обязательств.

Залогом успешного проведения банками повторных эмиссий корпоративных облигаций СВП, используемых для реализации крупных инвестиционных проектов, должна стать их качественная маркетинговая проработка и организация профессиональными маркетинговыми центрами широких рекламных компаний по раскрытию инвестиционного потенциала данных предприятий в специальных экономических изданиях, а также в зарубежных и отечественных средствах массовой информации.

Центральной задачей органов государственного регулирования фондовой и банковской деятельности, заинтересованных в расширении масштабов использования потенциала долговых ценных бумаг, должно быть упрощение процедур выпуска и размещения акций или облигаций СВП, предназначенных для мобилизации свободных денежных средств физических и юридических лиц республики на нужды их инновационного развития.

Важная роль в комплексе мер по расширению масштабов использования инструментов долгового финансирования для нужд инвестиционного обеспечения потребностей СВП принадлежит своевременному формированию благоприятного инвестиционного климата для иностранных и внутренних инвесторов, желающих доверить им свои собственные ресурсы. Для того, чтобы повысить доверие к выпускаемым долговым ценным бумагам, СВП республики должны обеспечить качественно новый уровень прозрачности своей финансовой деятельности, освоить международные стандарты бухгалтерского учета и внедрить корпоративный менеджмент. Так как сами они это быстро и качественно сделать не смогут, инвестиционные подразделения банков должны взять на

себя весь круг указанных выше вопросов, связанных с повышением их инвестиционной привлекательности, включая формирование им имиджа солидных и надежных эмитентов. Большие задачи в связи с этим ложатся и на органы межведомственного экономического контроля, которые призваны создавать стимулы для иностранных и внутренних институциональных инвесторов, способных приобрести крупные партии корпоративных облигаций данной категории эмитентов Узбекистана.

Одним из важнейших факторов, стимулирующих банки увеличивать масштабы своих вложений в долговые ценные бумаги СВП республики, является наличие емкого и ликвидного вторичного рынка корпоративных облигаций. Поэтому стратегически важные предприятия, рассчитывающие на привлечение широкого круга инвесторов, должны уделять больше внимания поддержанию ликвидности своих бумаг на вторичном рынке, пользуясь услугами профессиональных участников фондового рынка в лице маркет-мейкеров, поскольку высоколиквидный рынок долговых ценных бумаг позволяет размещать последующие выпуски их облигаций на более выгодных условиях.

Помимо привлечения инвестиций с помощью долговых ценных бумаг, сами СВП должны научиться эффективно использовать потенциал мобилизованных инвестиций, обеспечивая инвесторам необходимый уровень получаемых ими процентных выплат. Иностранные инвесторы только тогда начнут вкладывать свои капиталы в предприятия реального сектора экономики Узбекистана, когда увидят, что выпущенные облигации стали котируются на местных фондовых биржах, доказав свою финансовую устойчивость и наличие необходимого уровня корпоративного управления их деятельностью.

Приоритетным направлением решения проблемы расширения масштабов использования инструментов долгового финансирования стратегически важных предприятий СВП Узбекистана выступает расширение спектра выпускаемых ими для этих целей долговых ценных бумаг.

На рис. 5.2.2 дается предлагаемый автором спектр долговых ценных бумаг, которые могут быть использованы для финансирования программ модернизации СВП республики в ближайшей перспективе. Так, стратегически важным предприятиям, имеющим

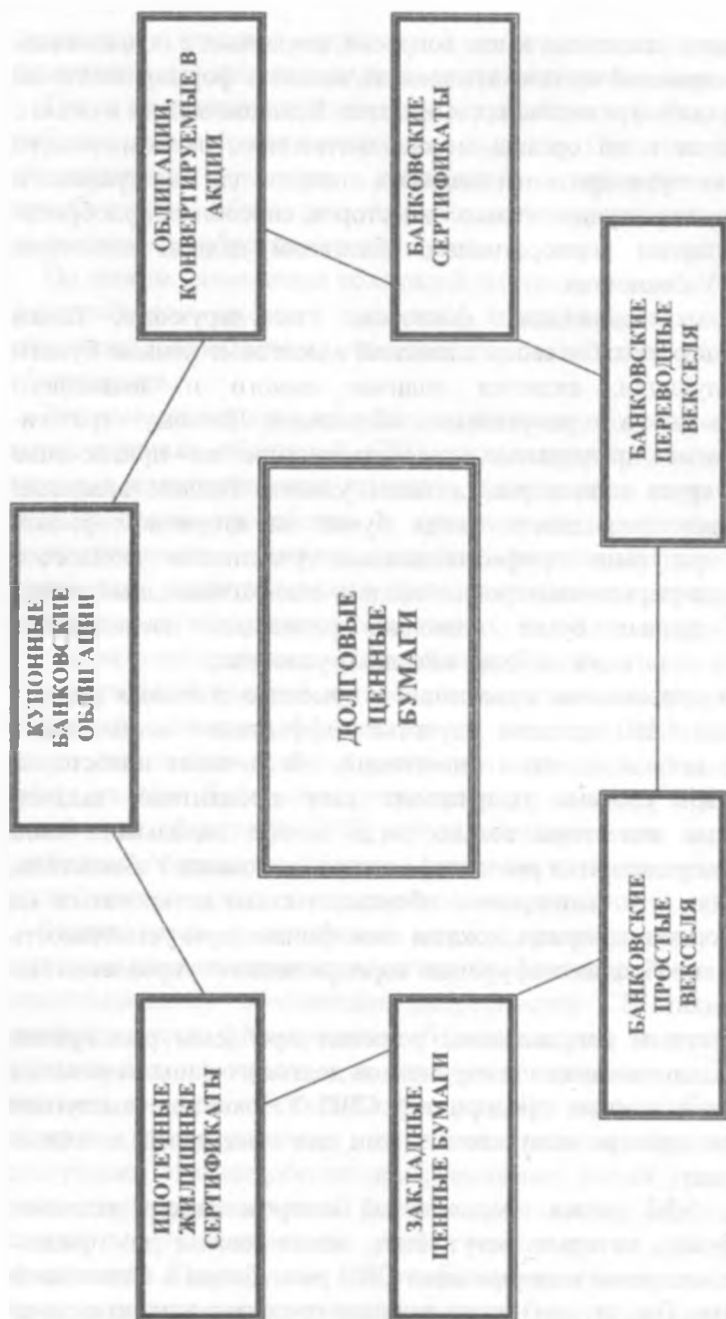


Рис. 5.2.2. Рекомендуемый спектр долговых ценных бумаг, которые могут использоваться для финансирования СВП Узбекистана

на первых этапах модернизации своей деятельности невысокую норму рентабельности производства хорошо подойдут конвертируемые облигации, которые можно на последующих этапах их развития обменять на обычные акции, гарантирующие их владельцам стабильные и более высокие доходы. В то же время для СВП, являющихся градообразующими, целесообразно использовать потенциал проектных муниципальных облигаций, предназначенных для финансирования инвестиционных проектов регионального масштаба.

Важной предпосылкой расширения масштабов использования долговых ценных бумаг для инвестиционного обеспечения инновационных потребностей СВП выступает активизация спроса на эмитируемые ими ценные бумаги со стороны отечественных институциональных и частных инвесторов. Опросы и обследования корпоративных предприятий и населения, проведенные иностранными и отечественными экспертами, свидетельствуют, что коммерческие предприятия и большинство трудоспособного населения Узбекистана в настоящее время психологически готовы инвестировать свои свободные финансовые средства в реальный сектор экономики. Однако органам государственного управления и экономическим ведомствам республики необходимо создать для этого эффективные механизмы, стимулирующие их инвестиционную активность и гарантирующие возврат вложенных ими активов и получение высоких процентных выплат. В частности, для активного включения в инвестиционный процесс, связанный с модернизацией СВП национальной экономики, потенциала сбережений населения необходимо в ближайшей перспективе создать ясные и доступные механизмы вовлечения в хозяйственный оборот активов населения путём использования в качестве залоговых средств объектов недвижимости, земли и иного имущества.

Более эффективному использованию растущих сбережений населения Узбекистана могло бы способствовать создание в республике специализированных депозитных банков, имеющих широкую филиальную сеть по всей стране, а также специальные льготы по налогу на имущество. Этой же цели должна способствовать и инициатива Ассоциации банков Узбекистана по созданию широкой сети пунктов приемки заявок на электронные

торги на базе филиалов, отделений и мини-банков крупных коммерческих банков. Создание указанных институциональных структур должно активизировать процессы вовлечения растущих доходов населения Узбекистана в банковский сектор для последующего их инвестирования на нужды модернизации СВП республики.

В качестве эффективной меры по расширению масштабов использования долговых ценных бумаг для финансирования СВП органам государственного регулирования необходимо добиться обеспечения ими прозрачности своего бизнеса. Предметом особого внимания государства должна стать работа по расширению состава действующих в республике институтов инвестиционно-финансовой инфраструктуры.

Как видно из рис. 5.2.3, в содержательном плане инвестиционно-финансовая инфраструктура рынка долговых ценных бумаг должна представлять собой набор функциональных подсистем, каждая из которых выполняет важные задачи по обслуживанию потребностей его участников.

Расширению масштабов использования потенциала корпоративных облигаций для привлечения иностранных инвестиций для нужд развития СВП Узбекистана может способствовать внедрение в фондовую практику Узбекистана присвоения рейтинга облигациям лучших эмитентов республики. При этом под кредитным рейтингом того или иного выпуска облигаций понимается текущее мнение присвоившего его рейтингового агентства по поводу кредитоспособности заемщика и кредитного риска в отношении его конкретных или суммарных долговых обязательств по сравнению с кредитоспособностью и кредитным риском долговых обязательств других заемщиков.

Наличие механизма рейтинговой оценки имеет важное значение для принятия потенциальными инвесторами своего окончательного инвестиционного решения, так как именно она во многом суммирует и упрощает процесс оценки основных инвестиционных качеств эмитируемых облигаций. Рейтинг не решает всех вопросов, связанных с получением всей необходимой информации для принятия решения о приобретении облигаций, того или иного эмитента. Однако он определяет вероятность возврата заемщиком

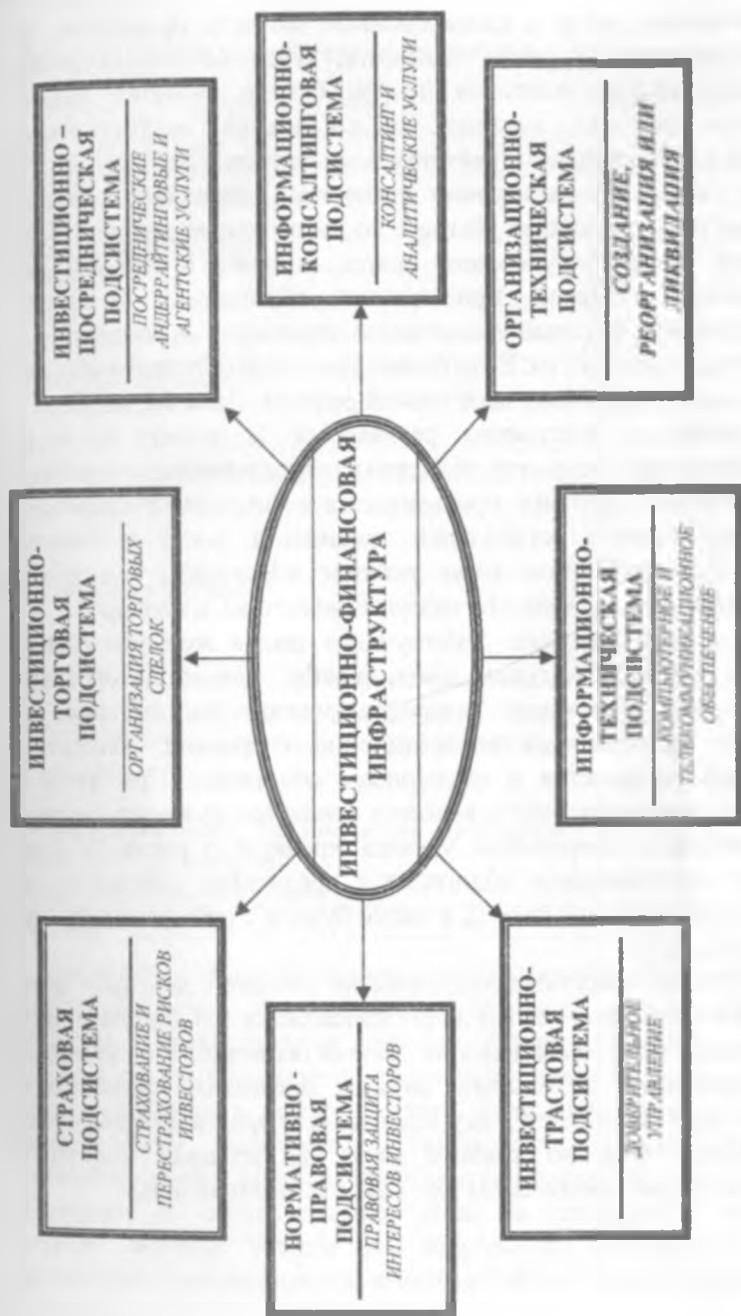


Рис. 5.2.3. Состав подсистем инвестиционно-финансовой инфраструктуры, обслуживающей потребности СВП

основной суммы займа и своевременной выплаты процентов, т.е. степень кредитного риска эмитента. Главным назначением рейтинговой оценки долговой ценной бумаги является оценка вероятности дефолта эмитента, а не оценка волатильности, стоимости или ликвидности рейтингуемых ценных бумаг.

Кроме того использование рейтинга позволяет оценить кредитный риск и масштаб убытков по наступлению дефолта. Как показывает анализ зарубежного опыта, получив и изучив всю информацию, агентства присваивают облигациям компании эмитента рейтинг, который существенно отражается на росте спроса на них и на их доходности. Если бизнес компании обладает высоким риском, то облигации получают низкий рейтинг. Если же, наоборот, бизнес компании постоянно развивается и имеет высокую устойчивость прибыли, то облигациям присваивается высокий рейтинг. Высокий рейтинг присваивается компаниям с высокими масштабами бизнеса, стабильной динамикой роста и низкой долговой нагрузкой. Чем ниже рейтинг облигаций, тем более высокого процента доходности требуют инвесторы, и наоборот.

На табл. 5.2.1 показана действующая шкала международных кредитных рейтингов ведущих агентств мира согласно которой все корпоративные облигации классифицируются по степени их надежности на облигации инвестиционного качества, облигации спекулятивного качества и «мусорные» облигации. При этом к облигациям инвестиционного качества относятся долговые ценные бумаги, несущие наименьший уровень кредитного риска. К ним относятся корпоративные облигации с кредитным рейтингом от AAA до BBB (Standart&Poor's), а также бумаги с рейтингом от Aaa до Baa3 (Moody's).

К облигациям спекулятивного качества относятся долговые ценные бумаги с рейтингом от BB до D (Standart&Poor's). Выплата процентов и основной суммы долга по данным облигациям не защищена или защищена небольшим запасом прочности, финансовое состояние эмитента является неуспешным или неадекватным, у них нет надежных или, по крайней мере, достаточных защитных элементов в форме обеспечения или гарантий третьих лиц.

Таблица 5.2.1

Международные кредитные рейтинги ведущих агентств мира

<i>Определение риска</i>	<i>Moody's</i>	<i>S&P</i>	<i>Fitch</i>
Облигации инвестиционного уровня			
Наивысшее качество, максимум надежности	Aaa	AAA	AAA
Очень высокий уровень, высокое качество	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
Уровень выше среднего	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
Уровень ниже среднего	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Облигации неинвестиционного уровня: низкая кредитоспособность			
Спекулятивные	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
Высокоспекулятивные	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
Облигации неинвестиционного уровня: риск невозвращения обязательств			
С существенным риском, плохое финансовое состояние	Caа	CCC+ CCC CC-	CCC
Сверхспекулятивные, невозможность выполнения платежных обязательств	Ca	CC	CC
Угроза невыполнения обязательств	C	C	C
Дефолт	C	D	D

К мусорным облигациям (junk bonds) относятся облигации, имеющие самое низкое инвестиционное качество, а также высокорискованные, спекулятивные ценные бумаги. Мировая практика показывает, что потери от неплатежей по таким облигациям гораздо ниже выигрыша в разнице между очень высокими процентами, назначаемыми «бросовыми» эмитентами, и среднерыночной ставкой процента. Мировая практика показывает, что, чем ниже риск облигации и, соответственно, ниже ее доходность, тем выше рейтинг ценной бумаги на зарубежных фондовых рынках. Облигации с рейтингами Aaa агентства Moody's в 2007 году имели

**Содержание шкалы кредитного рейтинга агентства
Standard & Poor's**

<i>Определение риска</i>	<i>S&P</i>
Очень высокая способность эмитента своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства относительно других российских эмитентов	ruAAA
Высокая способность эмитента своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства относительно других российских эмитентов	ruAA
Умеренно высокая способность своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства относительно других российских эмитентов	ruA
Достаточная способность эмитента своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства относительно других российских эмитентов	ruBBB
Меньший кредитный риск, чем российские эмитенты с более низкими рейтингами	ruBB
Меньшая кредитоспособность по сравнению с рейтингом 'ruBB'	ruB
Потенциальная возможность дефолта по его долговым обязательствам	ruCCC
Высокая вероятность невыполнения эмитентом своих долговых обязательств относительно других российских эмитентов	ruCC
В отношении эмитента возбуждена процедура банкротства, наложен запрет на осуществление основной деятельности, ожидается вынесение судебного решения о наложении взыскания на имущество или в ином аналогичном случае	ruC

доходность около 5,5 %, тогда как низко надежные облигации торговались с доходностью около 6,5% в 2007 году. Основное назначение рейтинга облигаций заключается в информационном обеспечении той категории консервативных инвесторов, которые покупают ценные бумаги и удерживают их до срока погашения. К положительным сторонам рейтинга относится то, что он основывается не только на публичной информации и поэтому может дать дополнительные сведения тем инвесторам, которые самостоятельно отслеживают бумаги. К недостаткам рейтинговой оценки потенциала корпоративных облигаций относится вы-

сокая стоимость услуг известных международных рейтинговых агентств, а также то, что рейтинговые агентства не могут полностью отражать незначительные нюансы в степени объективности кредитного риска и слабо учитывают меняющийся от отрасли к отрасли характер риска.

В целом же внедрение в фондовую практику Узбекистана практики присвоения кредитного рейтинга долговых бумаг СВП республики должно привести к расширению круга потенциальных иностранных и внутренних инвесторов, что, в свою очередь, способно позитивно отразиться на росте их ликвидности, а в последующем и на цене их облигаций.

Принимая во внимание сложность и трудоемкость процесса организации повторных эмиссий облигаций, а также их важное значение для финансирования инвестиционных проектов, органы государственного регулирования фондовой деятельности Узбекистана должны продумать систему стимулирования деятельности СВП, активно занимающихся эмиссией долговых ценных бумаг, а также финансовых институтов, участвующих в их размещении и обслуживании. Такое ответственное отношение государства к наращиванию масштабов долгового финансирования программ модернизации СВП приведет не только к расширению масштабов их инновационного обновления, но и позитивно отразиться на росте их инвестиционной привлекательности перед иностранными инвесторами.

В заключение данного параграфа следует сделать вывод, что успешная реализация сформулированных выше предложений безусловно позволит расширить масштабы выпуска и обращения, долговых ценных бумаг для финансирования потребностей модернизации СВП. Но добиться этого на практике можно будет только при условии консолидации усилий органов государственного управления, коммерческих банков и самих СВП в части создания благоприятного инвестиционного климата, повышения уровня прозрачности деятельности эмитентов и роста эффективности их работы. В свою очередь, повышение эффективности использования потенциала долгового финансирования СВП посредством ценных бумаг позволит привлечь незадействованные ресурсы юридических и физических лиц, резидентов Узбекистана а также свободные

средства иностранных инвесторов, которые испытывают более высокий уровень доверия к долговым ценным бумагам.

Таким образом, правильное использование потенциала долговых ценных бумаг может стать одним из наиболее реальных источников инвестиционного обеспечения программ модернизации СВП, не только обновляющего производственного аппарата содействующих реального сектора экономики Узбекистана, но и повышать качество выпускаемой ими продукции и укреплять их финансовое положение. Расширение масштабов выпуска и размещения СВП собственных корпоративных долговых ценных бумаг может стать не только эффективной мерой расширения их ресурсной базы, но и важным шагом на пути укрепления их публичной кредитной истории. Высокие темпы роста объемов производства большинства СВП республики, сохраняющиеся на фоне общей макроэкономической стабильности, устойчивого курса национальной валюты и контролируемой инфляции, позволяют рассчитывать на то, что роль корпоративных облигаций как инструмента привлечения инвестиционных ресурсов на нужды модернизации стратегически важных предприятий Узбекистана будут постоянно расти.

5.3. Повышение эффективности работы банков в роли инвестиционных посредников СВП на рынке ценных бумаг

Дальнейшее расширение масштабов инвестиционного обеспечения потребностей модернизации различных сторон деятельности СВП Узбекистана посредством ценных бумаг во многом, зависит от эффективности работы банков в качестве инвестиционных посредников и трастовых управляющих их активами. Для расширения масштабов и повышения качества инвестиционных услуг банков, в краткосрочной перспективе необходима разработка и принятие пакета нормативно-технических актов, регламентирующих деятельность банков в роли инвестиционных консультантов, финансовых брокеров, инвестиционных дилеров, маркет-мейкеров, депозитариев, трастовых управляющих, участников андеррайтинговых синдикатов (рис. 5.3.1.)

Масштабы и качество инвестиционной деятельности банков в качестве трастовых управляющих СВП в значительной степени будут зависеть от структуры и направленности собственных



Рис. 5.3.1. Основные роли банков в качестве инвестиционных посредников обслуживающих ВИКС³

инвестиционных стратегий банков. Под качеством инвестиционной стратегии развития банка, выступающего в роли трастодержателя СВП понимается применение к совокупности различных видов их активов определенных методов и технологических возможностей, которые позволяют: сохранить первоначально инвестированные средства; достигнуть максимального уровня дохода и обеспечить минимальный уровень риска обслуживаемого инвестиционного портфеля. Иначе говоря, процесс управления инвестиционным портфелем СВП должен быть направлен на сохранение банком его фундаментальных инвестиционных качеств и тех свойств, которые бы соответствовали стратегическим интересам его реальных владельцев.

Реализация на практике эффективных стратегий участия банков в инвестиционном обеспечении потребностей СВП позволит банкам расширить спектр инвестиционных услуг, рекомендуемый состав которых показана на рис. 5.3.2. В процессе реализации функций доверительных управляющих активами СВП инвестиционные подразделения отечественных банков должны добиваться того, чтобы тип сформированного ими инвестиционного портфеля соответствовал типу избранной им общей стратегии финансового

³ Рисунок предложен автором.

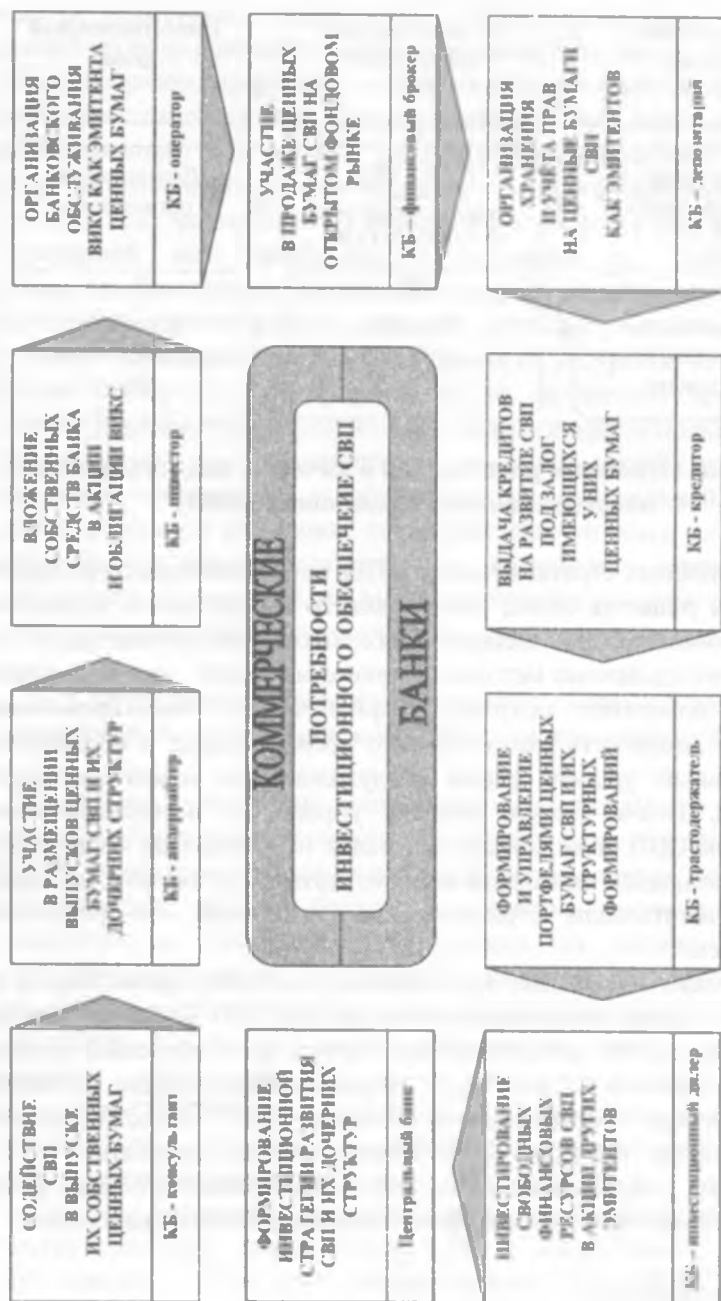


Рис 5.3.2. Рекомендуемый спектр инвестиционных услуг коммерческих банков для СВП Узбекистана

заимствования. При этом активная стратегия заимствований СВП должна быть направлена на максимальное использование открывающихся возможностей на рынке корпоративных ценных бумаг, кредитном рынке, рынке недвижимости и других сегментах финансового рынка Узбекистана. В случае вывода ценных бумаг СВП на зарубежные рынки капитала коммерческим банкам Узбекистана придется постоянно отслеживать складывающиеся тенденции на соответствующих сегментах зарубежных рынков капитала.

Оказывая услуги по инвестиционному обеспечению потребностей СВП, коммерческие банки Узбекистана должны свободно владеть как активными, так и пассивными способами управления их инвестиционными портфелями.

Пассивная модель управления портфелем ценных бумаг ВИКС со стороны банка должна предполагать создание хорошо диверсифицированных портфелей с заранее определенным уровнем риска, рассчитанным на длительную перспективу. Такой подход возможен при наличии достаточной эффективности рынка, и насыщения его ценными бумагами хорошего качества. В условиях высокой инфляции, а следовательно, существования, в основном, рынка краткосрочных ценных бумаг, а также нестабильной конъюнктуры фондового рынка такой подход представляется малоэффективным. Пассивное управление эффективно лишь в отношении портфеля, состоящего из большого количества низко рискованных ценных бумаг, число которых на отечественном фондовом рынке крайне ограничено. Для того чтобы инвестиционный портфель СВП существовал в неизменном состоянии длительное время, большинство входящих в него ценных бумаг должно иметь долгосрочный характер. Благодаря этому можно поддерживать низкий уровень накладных расходов по управлению портфелем, в чем и заключается основное преимущество метода пассивного управления. Успешной реализации пассивной стратегии управления банком портфелем, ценных бумаг СВП республики может способствовать равномерное распределение инвестиций между выпусками разной срочности. Используя метод «лестницы», портфельные менеджеры банков должны покупать для них ценные бумаги различной срочности с распределением погашения до окончания периода существования портфеля.

Пассивная стратегия портфельного инвестирования банков Узбекистана, оперирующих свободными средствами СВП, должна быть ориентирована на обеспечение сбалансированного подхода к формированию портфеля за счет сведения к минимуму рисков за счет использования надежных, но малодоходных финансовых инструментов (вложения в государственные ценные бумаги и облигации Центрального банка Узбекистана, выпуск корпоративных облигаций, покупка долгосрочных банковских кредитов, использование лизинга и факторинга).

Малоприменимым в условиях формирующегося фондового рынка Узбекистана становится и такой способ пассивного управления инвестиционными портфелями банков как метод индексного фонда. Под индексным фондом в современной практике портфельного инвестирования понимается портфель, отражающий движение выбранного биржевого индекса, характеризующего состояние всего национального рынка ценных бумаг. Если инвестор желает, чтобы портфель отражал состояние рынка, он должен иметь в портфеле такую долю ценных бумаг, какую эти бумаги составляют при подсчете индекса. Учитывая, что в целом рынок ценных бумаг Узбекистана в настоящее время малоэффективен, а действующий на РФБ «Тошкент» индекс «TASIC» несовершенен, применение такого метода может не оправдать надежды банков и их клиентов.

Учитывая, что отечественный фондовый рынок характеризуется резким изменением котировок, динамичностью процессов и высоким уровнем риска, можно предположить, что для эффективного управления активами СВП более адекватной будет активная модель управления инвестиционными портфелями СВП. Активная модель управления инвестиционной стратегией СВП должна предполагать тщательное отслеживание и немедленное приобретение активов, наилучшим способом отвечающих инвестиционным пристрастиям СВП, при одновременном избавлении от их малоподвижных активов, что обеспечит поддержание высоких инвестиционных качеств управляемого ими портфеля в целом.

В целях стимулирования роста инвестиционной активности банков в роли трастовых управляющих портфелями ценных бумаг СВП республики органам регулирования фондовой деятельности целесообразно продумать комплекс мер по предоставлению им существенных налоговых, имущественных льгот и других финансо-

вых предпочтений, компенсирующих принимаемые ими на себя риски.

Наиболее дорогостоящим и трудоемким элементом механизма трастового управления портфелями ценных бумаг СВП республики для банков выступает мониторинг состояния различных сегментов фондового рынка, тенденций его развития, взаимодействия с другими секторами финансового рынка, а также оценку инвестиционных качеств приобретаемых ими ценных бумаг. Конечной целью мониторинга инвестиционного портфеля СВП должен стать выбор оптимального сочетания ценных бумаг и других видов их активов, в совокупности обладающих инвестиционными свойствами, соответствующими избранному ими типу инвестиционной стратегии на финансовом рынке.

Мониторинг инвестиционных портфелей СВП должен выступать исходной базой для прогнозирования размера возможных доходов от принадлежащих им инвестиционных средств и интенсификации операций с их ценными бумагами. К сожалению, реализация столь трудоемкой и сложной задачи доступна лишь большим банкам, имеющим крупные портфели инвестиционных бумаг и стремящимся к получению максимального дохода от профессиональной работы на рынке ценных бумаг. Менеджеры коммерческих банков Узбекистана должны научиться опережать конъюнктуру фондового рынка и превращать в реальность то, что подсказывает проводимый ими инвестиционный анализ. При этом от них требуется смелость и решительность в реализации замыслов в сочетании с осторожностью и точным расчетом, что делает затраты по активному управлению портфелями ценных бумаг СВП довольно высокими.

Активный мониторинг инвестиционного портфеля СВП со стороны банка должен представлять непрерывный процесс, т.к. механизм управления портфелем ценных бумаг сводится к его периодической ревизии, позволяющей учитывать изменения, происходящие на различных сегментах фондового рынка.

Вопрос о количественном составе собственного портфеля ценных бумаг банка, львиную долю которого составляют акции и облигации СВП, должен решаться как с позиции теории инвестиционного анализа, так и с точки зрения современной практики банковского менеджмента. Согласно теории инвестиционного анализа простая диверсификация, увеличение различных видов ценных бумаг,

находящихся в инвестиционном портфеле банка, до восьми и более не дает значительного уменьшения портфельного риска. Максимальное сокращение риска достижимо, если в портфеле отобрано от 10 до 15 различных видов ценных бумаг. Дальнейшее увеличение состава портфеля нецелесообразно, так как при этом возникает эффект излишней диверсификации, чего следует избегать. Излишняя диверсификация инвестиционного портфеля банков, обслуживающих СВП, может привести к таким отрицательным результатам, как:

- невозможность качественного управления инвестиционным портфелем;
- вероятность покупки недостаточно надежных, доходных, ликвидных ценных бумаг;
- рост издержек, связанных с поиском новых видов ценных бумаг из-за расходов на предварительный анализ их инвестиционной привлекательности;
- повышение уровня риска, связанного с покупкой небольших партий ценных бумаг и т.д.

Мощный стимул активизации посреднической деятельности банков в интересах инвестиционного обеспечения СВП может придать процесс создания на их базе сети высоко интегрированных корпоративных структур с участием иностранного капитала. Эффективность участия банков в подобных бизнес-структурах апробирована мировой практикой, включая такие развитые страны, как Германия и Япония, в которых банки уже давно выступают подлинными локомотивами инновационного развития крупных корпоративных объединений, приобретая навыки инвестиционного обеспечения инновационных процессов и повышая уровень своей конкурентоспособности на финансовом рынке.

Принимая во внимание сложность управления банками пакетами ценных бумаг СВП, целесообразно продумать вопрос о создании при Ассоциации банков Узбекистана Центра современных инновационных банковско-финансовых технологий. Главной задачей создаваемого Центра на первом этапе будет оказание практической помощи специалистам банков и кризисным менеджерам переданных в их собственность предприятий в изыскании финансовых ресурсов для их реструктуризации и дальнейшего инновационного развития. На последующих этапах в

круг его задач войдут вопросы тиражирования новых для Узбекистана банковско-финансовых технологий, которые можно будет использовать в практике инвестиционного обеспечения инновационных потребностей стратегически важных предприятий базовых отраслей экономики республики, и оказание содействия в выводе их ценных бумаг на международные рынки капитала. Другой ответственной задачей создаваемого центра должна стать многопрофильная деятельность по переподготовке и повышению квалификации банковских специалистов, руководителей и ведущих специалистов предприятий реального сектора экономики в вопросах инвестиционного и антикризисного менеджмента.

Большой блок проблем совершенствования механизма управления портфелями ценных бумаг СВП связан с низким и качеством управления ими. Независимо от выбираемого уровня прогнозирования, для постановки задачи формирования сбалансированного портфеля необходимо четкое описание параметров каждого инструмента фондового рынка в отдельности и всего инвестиционного портфеля в целом. При этом менеджеры инвестиционных подразделений коммерческих банков Узбекистана должны владеть как эвристическим подходом, основанном на приблизительном прогнозе динамики каждого вида активов и анализе устойчивости портфеля в целом, так и статистическим подходом, основанным на построении трендов вероятности доходности каждого инструмента в отдельности и всего портфеля в целом. Второй подход практически решает проблему прогнозирования и формализации понятий риска и доходности, однако степень реалистичности прогноза и вероятность ошибки при составлении вероятностного распределения находятся в сильной зависимости от статистической полноты информации, а также подверженности рынка влиянию изменения макропараметров.

Основными критериями эффективности деятельности банков, в качестве институциональных инвесторов, инвестиционных посредников или финансовых центров, управляющих активами СВП, уже в краткосрочной перспективе должны стать:

- 1) расширение спектра и улучшение качества выпускаемой ими продукции и, как следствие, увеличение объемов ее выпуска и реализации;

2) максимальное снижение всех возможных видов издержек производства без ущерба качеству выпускаемой продукции и при условии соблюдения необходимых технических стандартов;

3) удовлетворение жизненно важных вопросов социального обеспечения потребностей трудовых коллективов предприятий.

Конечными целями эффективного участия банков в инвестиционном обеспечении инновационных программ СВП республики должны стать модернизация узловых сфер их деятельности и обеспечение на этой основе устойчивого развития, гарантирующего высокий уровень дивидендов для инвесторов, вложивших в них свои свободные финансовые ресурсы.

Для реализации указанных стратегических задач банкам уже в ближайшее время потребуется быстрыми темпами осваивать секреты антикризисного менеджмента, используя для этого широкий спектр современных инструментов финансового инжиниринга, включая проектное финансирование и синдицированное кредитование, выпуск и размещение акций или корпоративных облигаций, лизинг, факторинг, франчайзинг и т.д. Помимо умения использовать широкий арсенал указанных инструментов, масштабы и качество инновационного обновления предприятий будет зависеть от качества мониторинга процессов реализации начатых инновационных программ.

В целях снижения рисков банков, участвующих в инвестиционном обеспечении потребностей СВП, необходимо активное развитие в республике специализированной инвестиционно-финансовой инфраструктуры – инвестиционных фондов, венчурных организаций, специализированных страховых и аудиторских компаний, маркетинговых центров, рейтинговых и коллекторских агентств.

Взвешенное планирование и стратегический контроль за качеством инвестиционного обеспечения банками инновационного развития СВП должен подкрепляться разработкой и внедрением в практику гибких механизмов мотивации всех участников данного процесса, базирующихся на умелом сочетании мер материального поощрения наиболее отличившихся участников и жестких санкций к нарушителям установленных сроков и стандартов инновационного развития предприятий.

Понимая возросшие масштабы, сложный характер и высокий уровень рисков инвестиционной деятельности, связанной с

реализацией программ модернизации СВП, в банковском секторе Узбекистана должна быть кардинальным образом изменена работа по повышению профессионального уровня руководителей и специалистов коммерческих банков.

Таким образом, перечисленные предложения по активизации участия банков в качестве инвестиционных посредников и трастовых управляющих активами СВП республики направлены на расширение масштабов участия банковского сектора в инвестиционном обеспечении процессов модернизации реального сектора экономики Узбекистана с целью выхода ее на устойчивые темпы инновационного развития.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Результаты проведенного исследования проблемы активизации участия банков в инвестиционном обеспечении потребностей модернизации стратегически важных предприятий Узбекистана позволяют автору сделать следующие выводы.

1. В условиях устранения негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса модернизация экономики становится неотъемлемым условием выживания и сбалансированного развития любой страны. Современная экономическая теория трактует модернизацию как сложный процесс трансформации традиционного (дотехнологического) общества, в постиндустриальное общество, для которого характерны машинная технология, рациональные экономические отношения, а также наличие высоко дифференцированных социальных структур.

2. Главным условием обеспечения высоких темпов модернизации экономик развивающихся стран выступает качественно новый уровень конкурентоспособности ключевых предприятий, способных обеспечить инновационное развитие производства, внедрение корпоративных методов управления, наполняемость бюджетов всех уровней, а также сбалансированное социально-экономическое развитие регионов.

3. Высокие темпы и качество модернизации экономики в странах СНГ невозможны без расширения масштабов финансирования инновационной деятельности стратегически важных предприятий, определяющих устойчивость и конкурентоспособность национальных экономик. Центральное место в комплексе мер, обеспечивающих своевременное и полное финансирование потребностей их модернизации, занимает активизация работы банков по поиску и задействованию источников финансирования потребности их инновационного роста.

4. Усиливающаяся конкуренция на финансовых рынках и стремление к универсализации банковского бизнеса заставляют коммерческие банки всего мира активно включаться в процессы инвестиционного обеспечения процессов инновационного развития ключевых предприятий национальных экономик.

5. Эффективными источниками инвестиционного обеспечения программ обновления крупных зарубежных предприятий выступ-

пают инструменты инвестиционного кредитования, включая синдицированные кредиты, проектные финансирования, лизинг, факторинг, способные привлекать значительные объёмы собственных и привлеченных ресурсов коммерческих банков для нужд обновления предприятий.

6. Наряду с инструментами инвестиционного кредитования, большим финансово-экономическим потенциалом обладают инструменты акционерного финансирования способные вовлекать инвестиции с открытого рынка за счет умелого использования потенциала акций.

7. В развивающихся странах и странах с переходной рыночной экономикой (Россия, Бразилия, Индия, Китай) эффективными каналами финансового обеспечения потребностей модернизации предприятий зарекомендовали себя программы публичного размещения акций (ИРО), выпуск американских и глобальных депозитарных расписок (АДР, ГДР) а также процедуры слияния и поглощения (M&A).

8. Более надёжным, с точки зрения предприятий – эмитентов, каналом финансирования потребностей модернизации зарубежных корпораций выступают методы долгового финансирования их программ модернизации, которые реализуются с помощью корпоративных облигаций, коммерческих векселей, залладных и иных ценных бумаг.

9. В условиях устранения последствий мирового финансово-экономического кризиса ключевым звеном хозяйственной системы Узбекистана становятся стратегически важные предприятия (СВП), составляющие стержень реального сектора национальной экономики. К их числу относятся предприятия, играющие системообразующую роль в развитии целых отраслей, градообразующую роль в обеспечении устойчивости отдельных регионов или всей национальной экономики.

10. Качественно новый этап углубления рыночных преобразований и возросшие масштабы модернизации экономики Узбекистана заставляют владельцев и менеджеров данной категории предприятий повернуться лицом к проблеме изыскания альтернативных источников финансирования своих инновационных потребностей.

11. За годы Независимости в Республике Узбекистан накоплен определённый опыт применения альтернативных источников финансового обеспечения процессов модернизации стратегически важных предприятий, однако, как показало проведённое исследование, их потенциал используется далеко не всегда эффективно, т.к. многие привыкли к традиционным источникам финансирования (банковские кредиты, целевые бюджетные ассигнования, гранты международных финансовых институтов).

13. Перспективным направлением активизации инвестиционной деятельности банков Узбекистана в посткризисный период должна стать работа по расширению масштабов использования таких прогрессивных методов инвестиционного кредитования СВП, как синдицированное кредитование, проектное финансирование, лизинговое обеспечение и т.д.

14. Результаты проведенного исследования показали, что расширение масштабов работы банков Узбекистана по финансированию программ модернизации деятельности СВП посредством синдицированного кредитования, проектного финансирования, лизинга сдерживается из-за недостаточных объемов их ресурсной базы, низкого уровня прозрачности заемщиков и больших издержек, связанных с их реализацией.

15. Эффективными источниками инвестиционного обеспечения программ модернизации ССВ постепенно становятся инструменты акционерного и долгового финансирования.

16. Основными причинами слабого использования потенциала акционерного финансирования является боязнь эмитентов потерять контроль над своими предприятиями, низкий уровень корпоративного управления, отсутствие специалистов в области фондовой деятельности, а также неумение работать с потенциальными инвесторами.

17. Нарастиванию масштабов использования потенциала долгового финансирования процессов модернизации СВП препятствуют слабое институциональное укрепление рынка долгового заимствования, низкий спектр используемых долговых ценных бумаг, громоздкие процедуры их выпуска, а также низкий уровень ответственности эмитентов за принимаемые обязательства.

18. Востребованным направлением инвестиционного обслуживания банками потребностей СВП в краткосрочной перспективе

должно стать их участие в проведении программ публичного размещения акций данной категории предприятий Узбекистана на зарубежных рынках капитала (IPO), процедур слияния и поглощения (M&A), а также в организации дополнительных выпусков корпоративных облигаций, закладных ценных бумаг и деривативов.

Выводы, полученные по результатам проведенного исследования, позволяют автору внести следующие конкретные научные рекомендации, направленные на повышение эффективности участия банков в инвестиционном обеспечении потребностей модернизации стратегически важных предприятий Узбекистана.

1) Для расширения масштабов и повышения качества синдицированного кредитования проектов СВП республики необходим благоприятный инвестиционный климат, стимулирующая система налогообложения доходов банков от этого рискованного вида финансирования инновационных потребностей предприятий базовых отраслей экономики, а также развитая система страхования, гарантирующая возвратность вложенных стратегическими инвесторами финансовых средств

2) Для достижения высоких конечных результатов проектного финансирования все уровни и звенья управления инвестиционными проектами СВП должны иметь тщательную маркетинговую проработку и сопровождаться эффективной системой мониторинга, а также внешнего и внутреннего контроля, ибо именно они рассматриваются в качестве объективно необходимого слагаемого эффективного инвестиционного менеджмента.

3) Растущие масштабы участия банков Узбекистана в инвестиционном обеспечении потребностей СВП посредством лизинга требуют принятия новых законодательных и нормативных актов, регулирующих инвестиционно-лизинговую деятельность и создающих реальные стимулы банкам-лизингодателям наращивать масштабы поставки им необходимого технологического оборудования, транспортных средств и других объектов лизинга.

4) В целях расширения масштабов использования потенциала ценных бумаг для финансирования программ модернизации СВП Узбекистана необходимо усовершенствование действующей нормативно-правовой базы в сторону упрощения процедур выпуска и размещения ценных бумаг, повышения ответственности

эмитентов за принимаемые обязательства, а также защиты прав иностранных инвесторов.

5) В плане институционального укрепления национального рынка корпоративных ценных бумаг, потенциал которых можно использовать для нужд модернизации СВП, необходимы меры по развитию вторичного рынка их акций за счёт стимулирования спроса на них со стороны внутренних институциональных инвесторов в лице банков, инвестиционных фондов и страховых компаний.

6) Повышению инвестиционной привлекательности рынка акций и облигаций СВП Узбекистана в глазах иностранных инвесторов должны способствовать скоординированные меры структурной, инновационной, инвестиционной, денежно-кредитной и внешнеэкономической политики государства, проводимые в рамках единой концепции индустриального развития страны на долгосрочную перспективу.

7) Заслуживает внимания и более детального изучения для использования в условиях Узбекистана опыт КНР по участию государства в финансовой поддержке крупных компаний базовых отраслей экономики по привлечению иностранного капитала на нужды их развития путём выпуска ценных бумаг.

8) В целях расширения масштабов вовлечения внутренних инвестиций в процессы финансирования потребностей модернизации СВП республики следует продумать вопрос о создании более ощутимых стимулов для участия в этой деятельности отечественных институтов коллективного инвестирования в лице коммерческих банков, страховых компаний и инвестиционных фондов.

9) Для расширения спектра инструментов долгового финансирования потребностей модернизации СВП целесообразно ускорить законодательное утверждение вопроса выпуска в республике конвертируемых акций, облигаций, купонных облигаций, муниципальных облигаций, ипотечных сертификатов, закладных и производных ценных бумаг.

10) Расширению масштабов использования потенциала ценных бумаг для финансирования потребностей СВП должны способствовать меры по развитию инвестиционно-финансовой инфраструктуры рынка акционерного и долгового финансирования, включая инс-

титуты маркет-мейкеров, рейтинговых и коллекторских агентств, специализированных страховых компаний и аудиторских фирм.

11) Эффективной мерой роста спроса на акции и облигации СВП республики могла бы стать передача в управление крупным коммерческим банкам республики их госпакетов акций, а также создание в стране высокоинтегрированных корпоративных структур, обслуживаемых коммерческими банками.

12) Министерство финансов Республики Узбекистан целесообразно в порядке эксперимента организовать на базе одного из устойчивых регионов выпуск муниципальных ценных бумаг в форме проектных облигаций, средства от эмиссии которых целесообразно направить на модернизацию СВП, выпускающих продукцию социального назначения.

13) Центральному банку совместно с Госкомимущества и Государственным налоговым комитетом Республики Узбекистан целесообразно продумать пакет реальных преференций для коммерческих банков, выступающих в роли стратегических инвесторов или маркет-мейкеров ценных бумаг, выпускаемых СВП базовых отраслей национальной экономики.

14) Центральному банку совместно с Министерством финансов Республики Узбекистан целесообразно продумать вопрос об организации целевых государственных займов под крупные инвестиционные проекты национального масштаба, реализуемые на базе наиболее надежных в финансовом отношении СВП;

15) Расширить практику создания сети пунктов приёма заявок (ППЗ) при коммерческих банках республики для приёма заявок от населения для организации электронных торгов ценными бумагами наиболее устойчивых СВП (по опыту почтово-сберегательных касс Японии и Германии);

16) Организовать эксперимент по созданию в Узбекистане сети социальных инвестиционных фондов (СИФ), обслуживающих социально уязвимые категории населения путём реализации им твердодоходных акций наиболее надежных СВП республики.

17) В целях активизации усилий банковского сектора Узбекистана в становлении СВП Республики предпринять меры, направленные на вовлечение с помощью коммерческих банков в хозяйственный оборот малоподвижных госпакетов акций, что позволит не только расширить ресурсную базу СВП, но и придать

мощный импульс развитию всего вторичного рынка корпоративных ценных бумаг республики.

18) В целях повышения качества риск-менеджмента в деятельности инвестиционных подразделений банков, обслуживающих потребности СВП Узбекистана, необходимо:

а) ускорить разработку имитационных программных продуктов, позволяющих моделировать различные сценарии развития внешней среды банков и повышать качество принимаемых ими инвестиционных решений;

б) при расчетах критериев эффективности разрабатываемых инвестиционных проектов в коммерческих банках Узбекистана целесообразно использовать метод оценки рисков с помощью сценарного анализа, позволяющего расширить спектр факторов воздействующих на процесс принятия инвестиционных решений и их результатов.

в) внедрить в практику их работы метод управления рисками на основе составления так называемой «матрицы рисков», в которой будет даваться описание конкретного риска, его источников, механизма воздействия на ожидаемые результаты инвестиционных решений, а также вероятности наступления рискованной ситуации и последствий ее проявления.

Реализация на практике указанных предложений призвана расширить масштабы и повысить качество инвестиционного обеспечения банками программ модернизации стратегически важных предприятий Узбекистана, составляющих стержень базовых отраслей реального сектора национальной экономики.

ЛИТЕРАТУРА

1. Законы, указы, постановления, положения Республики Узбекистан

1.1. Законы Республики Узбекистан:

1.1.1. Закон Республики Узбекистан «О банках и банковской деятельности» от 25.04.1996г. – Т.: Узбекистон, 2006.- 64 б.

1.1.2. Закон Республики Узбекистан от 22.07.2008г. «О рынке ценных бумаг»// Узбекистон Республикаси Қонун ҳужжатлари тўплами. – 2008. - №29-30. – С.16-С.46.

1.2. Указы и постановления Президента Республики Узбекистан

1.2.1. Постановление Президента Республики Узбекистан от 24.07.08 г. ПП-927 «О мерах по совершенствованию процесса привлечения и освоения иностранных инвестиций и кредитов»// Узбекистон Республикасининг Қонун ҳужжатлари тўплами. – 2008. - №29-30, ст. 282.

1.2.2. Постановление Президента Республики Узбекистан от 28.07.08 г. №ПП-1166 «О дополнительных мерах по стимулированию увеличения доли долгосрочных кредитов коммерческих банков, направляемых на финансирование инвестиционных проектов».

1.2.3. Указ Президента Республики Узбекистан от 18.11.08 г. №УП-4053 «О мерах по дальнейшему повышению финансовой устойчивости предприятий реального сектора экономики» // Узбекистон Республикасининг Қонун ҳужжатлари тўплами. – 2008. - №47, ст.461

1.2.4. Указ Президента Республики Узбекистан от 23.11.08 г. №4058 «О программе мер по поддержке предприятий реального сектора экономики, обеспечению их стабильной работы и увеличению экспортного потенциала» // Узбекистон Республикасининг Қонун ҳужжатлари тўплами. – 2008. - №49, ст.477

1.2.5. Постановлением Президента Республики Узбекистан от 12 марта 2009 года № ПП-1072 «О программе мер по реализации важнейших проектов по модернизации, техническому и технологическому перевооружению производства на 2009–2014 годы».

1.2.6. Постановление Президента Республики Узбекистан от 28 июля 2009г. № ПП-1166 «О дополнительных мерах по стимулированию увеличения доли долгосрочных кредитов

коммерческих банков, направляемых на финансирование инвестиционных проектов».

1.2.7. Постановление Президента Республики Узбекистан от 12.03.2009 года №ПП-1072 «О программе мер по реализации важнейших проектов инвестиционных модернизации, технического и технологического перевооружения производства на 2009-2014 годы»

1.2.8. Постановлением Президента Республики Узбекистан от 06.04.2010 года №ПП-1317 «О мерах по дальнейшему повышению финансовой устойчивости и усилению инвестиционной активности банковской системы».

1.2.9. Постановление Президента Республики Узбекистан № ПП-1442 «О приоритетах развития промышленности Республики Узбекистан в 2011 – 2015 годах» от 15 декабря 2010 г.

1.2.10. Постановление Президента Республики Узбекистан №ПП-1317 от 6 апреля 2010 года «О мерах по дальнейшему повышению финансовой устойчивости и усилению инвестиционной активности банковской системы» // Ўзбекистон Республикаси Қонун ҳужжатлари тўплами. – Т., 2010. -№ 14-15. –С. 8–11.

1.3. Труды и доклады Президента Республики Узбекистан И.А. Каримова

1.3.1. Каримов И.А. Узбекистан на пороге XXI века: Угрозы безопасности, условия и гарантии прогресса. – Т.: Узбекистон, 1997. - 326 б.

1.3.2. Каримов И.А. «Банк тизими. пул муомаласи, кредит, инвестиция ва молиявий баркарорлик тугрисида» - Т.: Узбекистон - 2005. – 528 б.

1.3.3. Каримов И.А. Выступление на заседании Кабинета министров РУз., 12.02.07г., посвященном итогам социально-экономического развития республики в 2008 году и важнейшим приоритетам устойчивого развития экономики в 2009 году. – Т.: Народное слово от 14 февраля 2009 г.

1.3.4. Доклад Президента РУз И.А. Каримова на торжественном собрании, посвященном 16-ой годовщине принятия Конституции Республики Узбекистан, 5 декабря 2008 года.

1.3.5. Каримов И.А. Каримов И.А. Наша главная задача – дальнейшее развитие страны и повышение благосостояния народа. – Т.: Узбекистан, 2010. С. 12.

1.3.6. Каримов И.А. Мировой финансово-экономический кризис. пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана. -Т.: Узбекистан, 2009.

1.3.7. Каримов И.А. Модернизация страны и построение сильного гражданского общества - наш главный приоритет. Наша главная задача - дальнейшее развитие страны и повышение благосостояния народа. – Т.: Узбекистан, 2010. -72 с.

2. Книги и сериальные издания

2.1. Однотомные книги, монография, учебники, сборники статей:

а) Одного автора:

2.1.1. Абдуллаев С.П. Пути расширения масштабов использования коммерческими банками Узбекистана потенциала ценных бумаг: Монография. – Т.: Молия, 2009. -244 с.

2.1.2. Александер Дж. Социология: теория, методы маркетинг, 1998. / Alexander J.C. Modern, Anti, Post and Neo. P. 178.

2.1.3. Вахабов А.В., Жумаев Н.Х., Хошимов Э.А. Жахон молиявий-иктисодий инкирози: сабаблари, хусусиятлари ва иктисодиётга таъсирини юмшатиш уйлари. – Т.: Akademnashr, 2009. – 141 с.

2.1.4. Банковское дело: Учебное пособие. 2-е изд., перераб. и доп./ Ред. О.И. Лаврушин. Финансы и статистика. – М.: -2004. – 672 с.

2.1.5. Бек У. Общество риска: на пути к другому модерну. – М.: Прогресс-Традиция 2000.

2.1.6. Белл Д. Грядущее индустриальное общество. – М.: Академия. 1999.

2.1.7. Бланк И.А. Управление активами. – Киев.: Изд. дом «Ника-Центр», 2002. –720 с.

2.1.8. Бочаров В.В. Корпоративные финансы, Изд. дом, «СПб: Питер» - 2002.- 544 с.

2.1.9. Бутиков И. Л. Рынок ценных бумаг: учебник. – Т.: Консаудитинформ, 2001.– 472 с.

2.1.10. Валлерстайн И. Анализ мировых систем и ситуация в современном мире. – СПб: Университетская книга. 2001.

2.1.11. Ван Хорн Д.К. Основы управления финансами. Пер.с англ.; Гл.ред.серии Я.В.Соколов. – М.: Финансы и статистика, 1996.- 800 с.

2.1.12. Варшавский А.Е. Проблемные инновации: риски и ответственность. – М.: 2009, С. 78.

2.1.13. Бебрайт Дж. К. Экономические теории и цели общества. – М.: Прогресс, 1979. С.36

2.1.14. Гидденс Э. Последствия модернити // Новая постиндустриальная волна на западе. Антология под редакцией В.Л.Иноземцева, 1999, с.101–122.

2.1.15. Гирц К. «Насыщенное описание» - СПб: Ун-т, книга, 1997 с.171-202.

2.1.16. Gimush R.I. Innovatsion menejment: o'quv qo'llanma / R. I.Gimush, F.M.Matmurodov; O'zbekiston Respublikasi oliy va o'rta maxsus ta'lim vazirligi. -T.: O'zbekiston faylasuflari milliy jamiyati nashriyoti, 2008. -144 b.

2.1.17. Гвардин С. Чекун И. Слияния и поглощения. – СПб: Питер, 2007, С. 20.

2.1.18. Губанов С.К. К политике постиндустриализации России: // Экономист №3. 2009.

2.1.19. Гуслистый А. Управление инвестициями. – М.: Интернет-трейдинг, 2005.

2.1.20. Гэлбрайт Дж. К. Экономические теории и цели общества. – М.: Прогресс, 1979. С. 36.

2.1.21. Гольдистейн Г.Я. Инновационный менеджмент. Таганрог: Изд. ТРТУ, 1999. С. 45–48.

2.1.22. Дюркгейм Э. Мыслящая Россия под. ред. В. Коренного. – М.: Некоммерческий фонд. Наследие Евразии. 2006 г.С. 22, 62.

2.1.23. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. Изд. Дом «Гелиос АРВ». – М.: 1999. – 352 с.

2.1.24. Кузов В.С. Методы реализации инвестиционных программ промышленных предприятий на рынке корпоративных ценных бумаг. – М.: Наука и корпоративное образование 2002. - 275 с.

2.1.25. Лайкер Дж. Дао Тайота: 14 принципов менеджмента ведущей компании мира. – М., Альпина Бизнес Букс, 2008. – 442 с.

2.1.26. Левин Д. Принципы теоретической критики / Д. Левие // Философские науки. – 2004. №3. с.32-47.

2.1.27. Лефевр Э. Истории Уолл-стрит. – М.: «Питер», 2009. - 304 с.

2.1.28. Маршалл Дж.Ф. Финансовая инженерия. – М.: ИНФРА-М. 1998. – 784с.

2.1.29. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина паблишер, 2002. – С.510.

2.1.30. Мулажанов Ф.М. Банковская система Узбекистана. – Т.: Узбекистан, 2005. С. 124.

2.1.31. Новосёлова Л. О. «О реализации инвестиционной составляющей стратегии экономического роста в КНР» // Российский экономический журнал. – 2006 № 4. С. 63.

2.1.32. Новиков А.В. Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций. – Н.: 2000. С. 15.

2.1.33. Парсонс Т. О структуре социального действия. – М.: Академический проект. 2000. С. 722-729.

2.1.34. Петере Э. Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка. – М.: Мир. 2000. – 123 – С.132.

2.1.35. Петраков Н. К вопросу о модернизации экономики. – М.: Экономист, №12. 2010. С. 3–6.

2.1.36. Радыгин А. Слияния и поглощения в корпоративном секторе. Вопросы экономики. М.: -2002. - №12 - С.85-С.109.

2.1.37. Роберт Н. Холт. Основы финансового менеджмента. – М.: Дело. 1995.

2.1.38. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: ИНФРА-М, 1996. - 304с.

2.1.39. Рынок ценных бумаг / Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова. – М: 1996, С.9–10.

2.1.40. Саъдуллаев З.Ф., Мировой рынок ценных бумаг – катализатор процессов финансовой глобализации. – Т., - 2004.- С. 435-439.

2.1.41. Турен А. Возвращение человека действующего: очерк социологии.

2.1.42. Хубиев К. Модернизация и отношения собственности. – М.: Экономист, №9. С.14.

2.1.43. Юлдашев Р.З. Инвестиционное обеспечение приватизированных предприятий в Узбекистане: управленческий аспект. – Т.: Монография. "Иктисодиёт", 2009.- 208 с.

2.1.44. Шохаъзамий Ш.Ш. Секьюриметрика: Учебник. – Т.: Узбекистон миллий энциклопедияси. 2005.- 476 с.

2.1.45. John H. Dunning. Toward an Eclectic Theory of International Production: Some Empirical Tests // Journal of International Business Studies. – ITHAKA., 1980. -Vol. 11, No. 1, -pp. 9-31.

2.1.46. Harrod R.F. International Economics. -Ch., 1962.

2.1.47. Humer St.H. The International Operation of National Firms // Cambridge, Mas: MIT Press, 1976, p. 34-38

2.1.48. Hagen E. On the theory of Social Change How Economic Growth Begins Homeood. – Illinois, 1962.

2.1.49. Johnson H, G. Technology Technical Progress & International Allocation Of Economic Activity. / International Allocation Of Economic Activity. -N. Y., 1977.

2.1.50. Kemp M.C. The Pure Theory of International Trade & Economic Forecasting & Policy of Enternacy Dimension . 1985/etc.

2.1.51. Kindleberger Ch.P. American Business Abroad. Six Lectures on Direct Investment//New Heaven. -London. 1969.-P. 24.

2.1.52. Knickerboker F.T. Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise. -Boston, 1973.

2.1.53. Kojima K. Direct Foreign investment: a Japanese Model of Multinational Business Operation. -Tokyo, 1978.

2.1.54. Levy M. Modernization and the Strukture of Socieies. – 1965.

2.1.55. Лимитовский М.А. Инвестиции на развивающихся рынках. – М.: Дека, 2005.

2.1.56. Ohlin B. Interregional & International Trade. -Cambrige, 1967

2.1.57. Robinson R.D. International Business Management. - N.Y., 1973.

2.1.58. Penrose E. The Theory of the Growth of the Firms. - L., 1959.

2.1.59. Vernon R.D. Exploring the Global Economy: Emerging Issues in Trade & Investment. -London, 1985.

б) Двух авторов:

2.1.60. Джумакулов Т.Т., Сафарова З.Г. Использование трудов И.Каримова в преподавание экономической теории и его вклад в ее развитие. – Т.: ТФИ, 2000.С.7 – С.14.

2.1.61. Бор В.И. Пятенко К.М. Менеджмент банков: организация, стратегия, планирование. – М., 1997. С.7.

2.1.62. Петров А.Н., Кныш М.И.. Государственное регулирование экономики. – М., 1999. - С. 7-17.

2.1.63. Радыгин А.Д. Мальгинов Г.Н. Государственная собственность в российских корпорациях: Проблемы эффективности

управления и задачи государственного регулирования. ИЭПП. – М.: 2001.- 94 с.

2.1.64. Сыжина М.А., Чибриков Г.Г. Экономическая теория. – М.: «Норма» Инфра-М. 1998. С. 22.

2.1.65. Buckley P.J. Casson M. The Economic Theory of Multinational Enterprise. -London, 1985;

2.1.66. Buckley P.J. Pearce R.D. International Aspects of UK Economic Activities. -London, 1981.

в) Трех авторов:

2.1.67. Ачилов М.Ф., Алиев М.Г., Котов В.А. и др.; Монография «Рынок капитала Узбекистана: вчера, сегодня и завтра / Ассоциация банков Узбекистана: БФА РУз. – Т.: Молия.- 2002. –268 с.

2.1.68. Алимов Р.О., Расулев А.Ф., Кодиров А.М. ва бошқ. Ўзбекистон иктисодиетининг ракобатбардошлигини ошириш муаммолари: назария ва амалиёт / – Т.: Konsauditinform-Nashr, 2006. -440 б.

2.1.69. Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997.- XII, 1024 с.

2.1.70. Шмелев Н. Об уникальном геополитическом опыте. – М.: Вопросы экономики, №10. С. 147–148.

2.1.71. Штомпка П. Социология соц. изменений. – М.: Аспект пресс, 1996. С 184.

2.1.72. Эйзенштадт Ш. Революция и преобразование. Сравнительное изучение цивилизаций. – М., 1989.

2.1.73. Эйзенштадт Ш. Новая парадигма модернизации // Сравнительное изучение цивилизаций. Хрестоматия. Сост. Б.С. Ерасов С. 473.

2.1.74. Эптер Д. Политика модернизации. – М., 1965.

2.2. Многотомные книги

2.2.1. Теории фирмы. – М.: Вехи экономической мысли, В 3 т. –СПб: Экономическая школа. С. 51- С.66.

2.2.2. Тенденции и направления приватизации. Центр по сотрудничеству с европейскими странами с переходной экономикой. «Международные отношения». В 2-х т. – М.: -1996. Т.1. - 232 с.

2.2.3. Шохаззамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Учебник. В 2-х т. – Т.: Iqtisod-Moliya, 2005. Т.1. - 728 с.

3. Ссылки на статьи в журналах

3.1. Абдукаюмов Д. Краткий анализ деятельности предприятий с иностранными инвестициями // Иностранные инвестиции в Республике Узбекистан, №1, 2003. С.35-С.40.

3.2. Абрамов А. Корпоративные облигации - инструмент финансирования реальной экономики. // Рынок ценных бумаг, 2000, №12. С. 18.

3.3. Алиев М.Г. Экономические и институциональные проблемы развития рынка ценных бумаг в Узбекистане / М.Г.Алиев, М.Хамидулин // Бозор пул ва кредит. - Т., 2002. - № 11-12. - С. 21-23

3.4. Бутиков И. К вопросу о дивидендной политике приватизированных предприятий, имеющих в уставном фонде государственную долю // Экономика и класс собственников - Ташкент, 2004. - №3. - С.18 - 20.

3.5. Бабанова К., Мицкевич В. Фондовые рынки стран Восточной Европы: опыт, полезный для России // Рынок ценных бумаг, №3, 2001.

3.6. Блохина Т. Рынок институциональных инвестиций: состояние и перспективы // Вопросы экономики, 2001, №1.

3.7. Бурлацкий А., Айбиндер Г., Головина Г. Роль корпоративного управления в повышении капитализации компании // Управление компанией. - М., 2003. - № 2. С. 15-18.

3.8. Вебер М. // Социологи. Т., 1999. - С.34 - 35

3.9. Вернон Смит и др. Экономический анализ человеческого поведения. - М.: Вопросы экономики. - №1. 2003. С. 4-23.

3.10. Вахабов А.В. Жахон молиявий-иктисодий инкирози: сабаблари, ижтимоий-иктисодий оқибатлари ва инкироздан чиқиш дастурлари. - Т: Журнал «Биржа-эксперт», № 10, 2009. С.3-13.

3.11. Коуз Р.Г. Природа фирмы // Вехи экономической мысли. / СПб. гос. ун-т экономики и финансов: Высшая школа экономики: - СПб.: Экономическая школа. Т. 2: Теория фирмы. - 1999. С.11-53

3.12. Данилов Ю. Частные инвестиции, проходящие через рынок ценных бумаг, это именно тот механизм, который обеспечил решение двуединой задачи - рост инвестиций с одновременным снижением инфляции // Эксперт, №13, 2006.-с.57-59.

3.13. Дворецкая А.Е. Ресурсы рынка капитала как источник финансирования реального сектора экономики // Вопросы экономики, №11, 2007.-С. 93-103.

3.14. Доронин И.Г. Мировые фондовые рынки: закономерности развития и современное состояние // Деньги и кредит. – М., 2002. - № 9. - С. 58-64.

3.15. Глазьев С. Какая модернизация нужна России. – М.: Экономист, №8. 2010. С. 3–11.

3.16. Гозибеков Д.Г. Инвестицияларни молиялаштириш масалалари. – Т: Молия, 2003. -332 б.

3.17. Кадыров А.М. Формирование и развитие рыночной инфраструктуры инновационной деятельности в Узбекистане. – М.: Экономика и финансы, №13, 2003.

3.18. Кучуков Р. Государственный сектор как локомотив модернизации. – М.: Экономист, №9. 2010. 3–13.

3.19. Котов В.А. К вопросу активизации инвестиционной деятельности коммерческих банков в составе промышленно-финансовых групп. – М.: Вопросы экономических наук.- №1. 2008. С.124–126.

3.20. Конт О. // Социология. – Т., 1999. – С.28-30.

3.21. Морыженков В., Архипов С. Финансовый кризис в Юго-Восточной Азии: уроки для России. // Рынок ценных бумаг. – М.: 1998, №11. С. 49–53.

3.22. Мягкова Е. Развитие рынка ценных бумаг в Узбекистане. //Рынок, деньги и кредит. – Т.: №6. -1999.- С.27 – 32.

3.23. Навой А.В. Прямые инвестиции: не прямой путь в экономику//Вопросы экономики, 2007. №11.-С.63-75.

3.24. Новосёлова Л.О. О реализации инвестиционной составляющей стратегии экономического роста в КНР / Российский экономический журнал. – 2006 № 4. С. 65

3.25. Огоньянц Б.А. Корпорацияни бошқаришнинг самарадорлигини ошириш йуллари// Иқтисодиёт ва мулкдорлар синфи. – Т., 2002 - №3.- С. 28.

3.26. Основные принципы акционерного законодательства для стран с переходной экономикой» ОЭСР (OECD General Principles of Company Law For Transition Economies), опубликованные в Journal of Corporation Law (Vol. 24, Number 2, «Winter 1999, pp. 191–291).

3.27. Плахин А.А. Управление в акционерных обществах. Российское законодательство и зарубежная корпоративная практика/ А.А. Плахин // Законодательство. – М., -1997. № 3.

- 3.28. Полтэрович В.Д. Гипотеза об инновационной паузе и стратегии модернизации – М.: Вопросы экономики. № 6. 2009. С. 5–8.
- 3.29. Радыгин А. Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопросы экономики. – М., 2002. № 1. С. 101–124.
- 3.30. Смолякова И., Пак Е. Т. Прозрачность и раскрытие информации на рынке ценных бумаг Республики Узбекистан // Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – Т., 2004. - №2. - С.24.
- 3.31. Саидова Г.К. Международный опыт индикативного планирования и возможности его использования в Узбекистане. – Т.: Экономическое обозрение. - 2003. - N 8. - С. 3-6.
- 3.32. Стиглер Дж. Теория олигополии. Совершенная конкуренция: исторический ракурс. Вехи экономической мысли. Теория фирмы. – СПб, Экономическая школа, 1999, С. 299–305.
- 3.33. Спенсер Г. Научные, политические и философские опыты. Т.1.- СПб, 1866.- С.425
- 3.34. Тростянский Д. Инвестиционная политика как фактор конкурентоспособности национальной экономики. // Бозор, пул ва кредит. – Т., 2003. - N 10. - С. 25-28
- 3.35. Фаттахова Ж.А. Влияние вступления в ВТО на банковскую систему Узбекистана. // Бозор, пул ва кредит. – Т., 2006. №7, -С. 20–24;
- 3.36. Хоминич И.П. Финансовая глобализация //Банковские услуги, №8, 2002. С.2-С.13.
- 3.37. Хмыз О.В. Международный рынок капиталов. – М.: Финансы и статистика, 2002. С.3-17.
- 3.38. Халикова Х. Насущные задачи привлечения инвестиций. – Т.: Эконом. Вестник Узбекистана, №3, 1999. С. 40.
- 3.39. Уилмсон О.И. Вертикальная интеграция производства. / Вехи экономической мысли в 3 т. – СПб: Экономическая школа. 1999. С. 33–36.
- 3.40. Челен Р. Государство как форма жизни. – М., РОССПЕН. 2008.
- 3.41. Чепель С.В. Макроэкономическая эффективность и условия перехода к инновационной модели посткризисного развития // Бозор, пул ва кредит. – 2010. - №4. - С. 24-28.
- 3.42. Черноуцан. Е. Государство и приватизация крупных компаний в отраслях высоких технологий: (Опыт Франции)/ Е

Черноуцан // Мировая экономика и международные отношения. – М.: 2002. – №10. – С. 47–54.

3.43. Шохаззамий Ш.Ш. Рынок ценных бумаг Узбекистана: состояние и факторы развития // Рынок, деньги и кредит – Т.: 2007, №3. С. 35–37.

3.44. Шохаззамий Ш.Ш. Перспективы рынка ценных бумаг Узбекистана в условиях активизации внешнеэкономической деятельности // Рынок деньги и кредит. - Ташкент, 2006 г., №7. С. :25–28.

3.45. Шохаззамий Ш.Ш. В чем причины мирового финансового кризиса и сколько времени он может продолжаться? – Т.: Молия. №2, 2008.С.7–20.

3.46. Шохаззамий Ш.Ш. Сравнительный анализ рынков ценных бумаг развивающегося мира и выводы для Узбекистана. // Экономика и финансы. №2 (155), – М.: 2009. С. 26–27.

3.47. Шохаззамий Ш.Ш. Макроэкономические условия и потенциал антикризисных мер – главные предпосылки стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане. Журнал «Биржа эксперт», №7–8. – Т.: 2009.-С. 48 – С.56

3.48. Эрроу К. Переход к рыночной экономике: темпы и возможности. – М.: Проблемы теории и практики управления. 1995. №5. С. 2–8.

3.49. Якушев Р. Корпоратив бошқарув тамойиллари ва Узбекистонда уларни амалга ошириш масалалари.// Иқтисодиёт ва мулкдорлар синфи. – Т.: -2002., №2 - Б. 27–31.

3.50. Якушев Р. Управление государственными пакетами акций: вопросы теории и практики//Экономика и класс собственников. – Т.: -2004. - №3. - С. 27.

3.51. Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003. – P. 25–27. (Секьюритизация активов КБ)

3.52. Claessens S, S Djankov, L. Lang. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations//Journal of Finan. Econ.Vol.58.2000. - P.81–112.

3.53. Frydman R., C. Gray, M. Hessel, A. Rapaczynski. The Limits of Discipline. Ownership and Hard Budget Constraints in the Transition Economics // Economics of Transition. Vol. 8. 2000. - P. 577–601.

3.54. Modigliani F. and Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review* 48(3), June, 1958.

3.55. Vernon R.D. International Investment & International Trade in the Product Cycle // *Q. Journal of Economics*, 80, № 2 (May, 1966):

Для заметок

Lined area for notes.

КОТОВ В. А.

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ БАНКОВ ПО
ИНВЕСТИЦИОННОМУ ОБЕСПЕЧЕНИЮ
СТРАТЕГИЧЕСКИ ВАЖНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ
УЗБЕКИСТАНА**

ТАШКЕНТ – МОЛИЯ – 2011

Редактор	– Н. Покачалова
Технический редактор	– Ё Иногамов
Компьютерная верстка	– Р. Шарипов, Д. Абдурахманов

Подписано в печать 12.12.11 г. Формат 60x84^{1/16}.
Гарнитура «TimesNewRoman». Усл. п. л. 20,0. Изд. л. 19,0. Тираж 200.
Заказ № 84.

Издательство «Молия» № 23-11 г. Ташкент, ул. Х. Арипова, 16.

Отпечатано в типографии ЧП «EXTREMUM PRESS»
Ташкент, ул. Богишамол 57 б.



Кандидат экономических наук Котов В.А. имеет большой стаж практической, научной и учебной деятельности. Работал заместителем генерального директора по внешнеэкономическим связям Янгиабадского производственного объединения «Восток» (1988-1989 гг.), был вице-президентом Ташкентской ассоциации делового сотрудничества (1987-1990 гг.), заместителем управляющего «Узинвестбанка» (1993-1994 гг.), управляющим Мирзо-Улугбекского районного отделения Национального

банка внешней экономической деятельности (1995-1996 гг.), главным менеджером Ассоциации банков Узбекистана (1996-1998 гг.). В свое время работал заместителем председателя Ташкентского горисполкома по экономическим вопросам (1985-1987 гг.), координируя работу всех экономических служб города Ташкента.

Котов В.А. постоянно занимается научно-исследовательской и прикладной деятельностью в сфере банковского дела, инвестиционно-финансового менеджмента, интеграции промышленного и финансового капитала. В 1998-1999 годах работал национальным консультантом Проекта Азиатского банка развития ТА 2948 «Усиление финансирования образования в Узбекистане». В 2000 году создавал Немецкий учебный банк в г. Ташкенте. С 2003 по 2005 годы участвовал в видеоконференциях Мирового банка по проблемам корпоративного управления и развития фондовой деятельности, проводимых для стран СНГ.

С 1998 года работал заведующим кафедрой «Рынок ценных бумаг и биржевое дело», а с сентября 2003 года по сентябрь 2011 - деканом Факультета повышения квалификации Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан. В настоящее время является заведующим кафедрой «Финансирование инвестиционных проектов и ценные бумаги» той же академии.

Автор 1 учебника, 3 монографий, 5 учебных пособий, опубликовал более 100 научных статей, тезисов докладов на международных и республиканских научных конференциях.

Прошел научные стажировки и курсы учебной переподготовки в Турции (1995, 1996, 1997), Японии (1998, 2002), Гонконге (1999), Голландии (2000), Англии (2001), Латвии (2002, 2004), Польше (2005), Китае (2009).

Принимает активное участие в переподготовке специалистов банковских, финансовых институтов, руководителей финансовых служб предприятий республики, а также в пропаганде экономических знаний среди населения Узбекистана.

ISBN 978-9943-302-56-3

