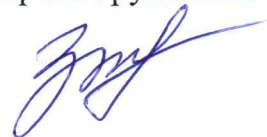


**ТАДЖИКСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ**

УДК: 330.332+338.431(575,3)  
ББК: 65.9 (2Р)  
3-59

На правах рукописи



**ЗИЯЕВА МАНИЖА ДАВРОНОВНА**

**ФОРМИРОВАНИЕ МЕХАНИЗМА ИНВЕСТИЦИОННОГО  
ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИХ СТРУКТУР В  
ПРОМЫШЛЕННОСТИ ТАДЖИКИСТАНА: ТЕОРИЯ, МЕТОДОЛОГИЯ,  
ПРАКТИКА**

**ДИССЕРТАЦИЯ**

на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности  
08.00.04. Отраслевая экономика  
(08.00.04.01 - Экономика промышленности и энергетики)

Научный консультант:

д.э.н., профессор Комилов С.Дж.

**Душанбе – 2024**

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>ВВЕДЕНИЕ</b> .....	5
<b>ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИХ СТРУКТУР В ПРОМЫШЛЕННОСТИ</b> .....	23
1.1. Ретроспективный анализ инвестиционной составляющей в социально-экономическом развитии.....	23
1.2. Категориальный и понятийный аппарат инвестиционной деятельности.....	44
1.3. Условия формирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности.....	65
<b>ГЛАВА 2. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ МЕХАНИЗМА ИНВЕСТИЦИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИХ СТРУКТУР В ПРОМЫШЛЕННОСТИ</b> .....	82
2.1. Принципы интегральной оценки механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур.....	82
2.2. Методические подходы к исследованию финансово-экономической оценки инвестиционной деятельности предпринимательских структур .....	98
2.3. Методология оценки инвестиционного климата в промышленности....	115
<b>ГЛАВА 3. АНАЛИЗ И ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИХ СТРУКТУР В ПРОМЫШЛЕННОСТИ РЕСПУБЛИКИ ТАДЖИКИСТАН</b> .....	134
3.1. Современное состояние инвестиционной деятельности в Республике Таджикистан и макроэкономические предпосылки ее развития .....	134
3.2. Анализ и оценка инвестиционной деятельности предпринимательских структур в промышленности Республики Таджикистан.....	152
3.3. Факторный и причинно-следственный анализ состояния и динамики развития инвестиционной деятельности в Республике Таджикистан.....	173
<b>ГЛАВА 4. ПРЕДПОСЫЛКИ ФОРМИРОВАНИЯ МЕХАНИЗМА ИНВЕСТИЦИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИХ СТРУКТУР В ПРОМЫШЛЕННОСТИ</b> .....	189
4.1. Концептуальные основы инвестиционно-промышленной политики Республики Таджикистан.....	189

<b>4.2. Организация деятельности предпринимательских структур в промышленности на основе применения механизмов государственно-частного партнерства .....</b>	<b>202</b>
<b>4.3. Диверсифицированный подход к формированию механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности.....</b>	<b>219</b>
<b>ГЛАВА 5. КОМПЛЕКСНЫЙ МЕХАНИЗМ ИНВЕСТИЦИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПРОМЫШЛЕННОСТИ .....</b>	<b>238</b>
<b>5.1. Стратегические приоритеты формирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности .....</b>	<b>238</b>
<b>5.2. Инвестиционный маркетинг как условие активизации инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности .....</b>	<b>256</b>
<b>5.3. Основные направления развития рынка ценных бумаг в контексте инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности.....</b>	<b>270</b>
<b>5.4. Совершенствование механизма распределения прибыли предпринимательских структур в промышленности как источника инвестиций.....</b>	<b>287</b>
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....</b>	<b>302</b>
<b>СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....</b>	<b>313</b>

## **ПЕРЕЧЕНЬ СОКРАЩЕНИЙ**

- ВВП – Валовой внутренний продукт
- ГКО – Государственные краткосрочные облигации
- ГРЭ – Государственное регулирование экономики
- ГУ – Государственное учреждение
- ГУП – Государственное унитарное предприятие
- ГЧП – Государственно-частное партнерство
- ДС – Депозитный сертификат
- ИПП – Инвестиционно-промышленная политика
- МФК – Мировой финансовый кризис
- НБТ – Национальный банк Таджикистана
- НДС – Налог на добавленную стоимость
- НИИ – Научно-исследовательский институт
- НТП – Научно-технический прогресс
- ОАО – Открытое акционерное общество
- ООО – Общество с ограниченной ответственностью
- РРП – Районы республиканского подчинения
- СМИ – Средства массовой информации
- СНР – Стратегия национального развития
- США – Соединенные штаты Америки
- СЭЗ – Свободная экономическая зона
- ТЭО – Технико-экономическое обоснование
- ЦД – Центральный депозитарий
- ФПГ – Финансово-промышленная группа
- ЦАФБ – Центрально-азиатская фондовая биржа
- ЦБ – Ценные бумаги
- ЦУР – Цели устойчивого развития
- ПРО – Первичное публичное размещение акций

## ВВЕДЕНИЕ

**Актуальность темы исследования.** Активизация инвестиционных процессов в экономике является одним из важнейших направлений в экономической науке. Это предопределено тем, что инвестиции составляют основу хозяйственной деятельности и определяют процесс экономического роста страны. В современных условиях успешность экономического развития стран мира находится в тесной связи с внедрением глобальных концепций, связанных с устойчивым и инновационным развитием, цифровыми и зелеными технологиями, которые также базируются на масштабном привлечении инвестиций и формировании новых моделей инвестиционного обеспечения предпринимательских структур как основного хозяйствующего субъекта в условиях рыночной экономики. В отечественной экономике участие в глобальных концепциях развития и активизация инвестиционной деятельности также рассматриваются в качестве стратегических ориентиров устойчивого социально - экономического развития и роста экономики.

Экономическое развитие Таджикистана регламентируется Стратегией национального развития на период до 2030 года, в которой определены приоритеты национального развития, согласно которым в марте 2021 года ускоренная индустриализация экономики Таджикистана была объявлена в качестве четвертой стратегической цели, достижение которой связано с активизацией инвестиционных процессов в реальном секторе и инфраструктуре.

В традиционном ежегодном обращении Главы государства к Парламенту и народу страны от 21 декабря 2021 года также было особое внимание уделено вопросам развития промышленности и, в частности, было отмечено «с учетом громадной важности сферы промышленности в дальнейшем развитии страны, решения социально-экономических вопросов и обеспечения реализации национальных стратегических целей... предлагаю 2022-2026 годы... объявить Годами развития промышленности» [13].

В начале 90-х годов в Республике Таджикистан доля добавленной стоимости промышленности в ВВП доходила до 34%, так в 1991 году она составляла 25,4%, в 1995 году – 34,1%, в 2000 году – 33,2%, в 2005 году – 22,8%, в 2010 году – 14,7%, в 2015 году – 15,1%, в 2020 и 2021 годах – 23,1% и 23,8% соответственно [18]. По предварительным данным за 2022 год этот показатель составляет 17% [18].

Показатели объема производства промышленной продукции по основным отраслям промышленности также демонстрируют значительное сокращение выпуска продукции. Так, например, в структуре производства основных видов продукции добывающей промышленности только объемы добычи угля превышают значения 1991 года (313 тыс. тонн) и составляют на 2022 год - 2393,6 тыс. тонн [24], в то время как добыча нефти, газа, нерудных строительных материалов и соли значительно отстают от показателей 1991 года. Такая же картина наблюдается и в текстильной, пищевой, химической, машиностроительной, мебельной отраслях, где рост производства продукции можно обнаружить лишь в единичных наименованиях продукции, а объемы производства основного ассортимента производимой продукции имеют отрицательную динамику в период с 1991 года по настоящее время.

Приведенная статистика за прошедшие годы свидетельствует о наличии деструктивных факторов, под влиянием которых происходил процесс деиндустриализации. Основными причинами, которой явились как исторически сложившиеся условия (слабая диверсификация экономики, распад СССР и разрыв межхозяйственных связей, гражданская война, рентоориентированная модель поведения большинства хозяйствующих субъектов), так и нерациональные решения (приватизация, либерализация торговли и снятие ограничений на импорт потребительских товаров, неэффективность планирования процессов промышленного развития и отсутствие на ранних этапах становления независимости государственной промышленной политики, ограниченность инвестиционных ресурсов и фактическое отсутствие эффективных механизмов финансирования инвестиционных проектов в промышленности, слабая инновационная составляющая).

В этих условиях приоритетное значение для достижения индустриального роста и преодоления барьеров, препятствующих развитию промышленности, к которым относятся несовершенство нормативно-правовой и институциональной базы, организационно-экономических механизмов инвестиционной деятельности, несостоятельность имеющихся в стране структур инвестиционной поддержки бизнеса и слабая инвестиционная активность, приобретает вопрос активизации инвестиционного обеспечения промышленности страны.

Ключевую роль во внедрении процессов инвестиционного обеспечения промышленности играет государство, поскольку оно создает законодательный, институциональный и практический базис для формирования и развития этих процессов и предпринимательские структуры, как основной участник в экономическом пространстве. Это предопределяет необходимость усиления и стимулирования деловой активности в реальном секторе экономики, реализацию эффективной инвестиционно-промышленной политики, стимулирование механизма реинвестирования прибыли в промышленности, формирование институтов и развития инфраструктуры, способствующих диверсификации источников инвестиционных ресурсов и формированию комплексного механизма инвестиционного обеспечения промышленности.

Это требует, в свою очередь, проведения системных научных исследований по отмеченным направлениям. Отечественные и зарубежные ученые-экономисты сыграли большую роль в создании современной теории экономического роста и развития, исследуя инвестиционную составляющую и указывая на обязательное государственное участие в инвестиционной деятельности и ее регулировании, при этом значительно меньше внимания уделяется проблемам инвестиционной инертности общества и предпринимательских структур, исследованию финансовых источников инвестиций, формированию инвестиционной стратегии на разных уровнях управления. В связи с этим назревшей необходимостью как в научном, так и практическом отношении является разработка теоретических и методологических вопросов, обеспечивающих единый подход к решению проблем

инвестиционного развития и формирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности.

Актуальность указанных проблем обосновала и предопределила выбор направления диссертационного исследования.

**Степень разработанности научной темы.** Общие теоретико-методологические аспекты изучения инвестиционной деятельности, в том числе в условиях приоритетности развития отраслей промышленности, представлены в работах таких отечественных и зарубежных ученых как академики Каюмов Н.К., Назаров Т.Н., Нарзикулов И.К., Рахимов Р.К., Саидмуродов Х.М., а также Абалкин Л., Гаффорзода Дж.Г., Гитман Л., Гришина И., Иванова Л.С., Игольников Г., Икромов Ф.Н., Исмоилов А.А., Каримова М.Т., Комилов С.Дж., Лившиц В., Муминова Ф.М., Низамова Т.Д., Подшиваленко Г.П., Петров Ю., Рахимзода Ш.М., Ризокулов Т.Р., Умаров Х.У., Фишер П., Ходжаев П.Д., Холт Р., Хоналиев Н.Х., Яковец Ю., Ю. Яременко и др.

Проблемами развития промышленного сектора, преодоления деиндустриализации и промышленного спада в Республике Таджикистан занимались такие видные отечественные ученые как Ахророва А.Д., Бобокалонов М.О., Джурабаев Г.Ш., Каримова М.Т., Каюмов Н.К., Муллоджанов А.К., Муртазов У.И., Назаров Т.Н., Нарзикулов И.К., Низамова Т.Д., Рахимов Р.К., Саидмуродов Х.М., Сафоев А.К., Умаров Х.У., Хоналиев Н.Х. и другие ученые.

Вопросам развития предпринимательства посвящены труды таких отечественных и зарубежных ученых как Асаул А.Н., Ахророва А.Д., Бланк И.А., Брю С.Л., Дадоматов Д.Н., Кодиров Ф.А., Комилов С.Дж., Кудратов Р.Р., Макконнелл К.Л., Смит А., Самуэльсон П., Рауфи А., Рахмонов Дж.Р., Файзулло М., Фаррухи Р., Ходжаев П.Д. и другие ученые.

Проблемы активизации инвестиционной деятельности и привлечения инвестиций в предпринимательские структуры, функционирующие в отраслях промышленности, были рассмотрены в научных работах Асророва И.А., Дадоматова Д.Н., Каюмова Н.К., Кандиеровой Д.О., Комилова С.Дж., Курбонова А.К., Мукаддасзода Ф.М., Назарова Т.Н., Низамовой Т.Д., Рахимова Р.К., Разыкова



Р.В., Розиева Д.А., Саидова Д.Ш., Сафоева А.К., Солехзода А.А., Султонова З.С., Саидмуродова Л.Х., Тошматова М.Н., Урокова Д., Файзулло М., Ходжаева П.Д., Хушвахтзода К.Х., Шарипова Б.М. и других видных ученых.

Существенный вклад в исследование и изучение инвестиционного климата и инвестиционного потенциала внесли такие видные ученые как Аvezов А.Х., Гаффоров Ф.М., Кейнс Дж., Комилов С.Дж., Львов Д., Мирсаидов А.Б., Мухаббатов Х.М., Обидов Ф.С., Одинаев Х.А., Сафоев А.К., Тагаев Дж.Х., Урунов А.А., Хоналиев Н.Х., Шарипов У.А., Шмидт С., Юсупова Г.А. и др.

Вопросы формирования государственного регулирования и поддержки инвестиционной политики в национальной экономике, в том числе в промышленном секторе рассматриваются в работах таких отечественных и зарубежных ученых как Аброров Х., Аvezова М.М., Алиджанов Дж., Бабаджанов Д.Д., Бабурин В.Л., Бердиев Р.Б., Бланк И., Бурков В.Н, Гаффорзода Дж.Г., Гаффоров Ф.М., Гуськова Н.Д., Давлатзода К.К., Джурабаев Г.Ш., Довгяло Ю.П., Жерновая Э.В., Заложнев А.Ю., Зувайдулоева Г.Х., Кандиерова Д.О., Каримова М.Т., Каримов А.Х., Катаев А.Х., Кодирзода Д.Б., Курбонов С.Н., Кудратов Р.Р., Низамова Т.Д., Наимзода Н.К., Никаноров Д.Е., Одинаев Х.А., Ольшанская М.В., Пиризода Дж.С., Рахимзода Ш.М., Ризокулов Т.Р., Розиков В.А., Ройзман И., Салиева Х.Ш., Саидмуродов Л.Х., Сатторов Л.А., Солехзода А.А., Солоу Р., Смит А., Султонзода И.М., Ульмасов Ф.М., Ходжаев П.Д., Хоналиев Н.Х. и др.

Однако вопросы формирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности, принципы его функционирования и определение стратегических ориентиров развития на разных иерархических уровнях, а также финансовые источники обеспечения инвестиционной деятельности в промышленности и направления совершенствования инвестиционно-промышленной политики остаются недостаточно изученными.

**Связь диссертационной работы с государственными программами (проектами) и научной тематикой.** Тема диссертационного исследования непосредственно связана с приоритетными направлениями развития экономики в

соответствии с государственными стратегиями и программами Республики Таджикистан как Национальная стратегия развития Республики Таджикистан на период до 2030 года, Стратегия развития промышленности Республики Таджикистан на период до 2030 года, Концепция государственной политики привлечения и защиты инвестиций Республики Таджикистан, Программа ускоренной индустриализации Республики Таджикистан на период 2020-2025 годы, Программа среднесрочного развития Республики Таджикистан на период 2021-2025 годы, Программа государственной поддержки предпринимательства в Республике Таджикистан на 2012-2020 годы, Программа государственных инвестиций на 2021-2025 годы, Стратегия развития «зеленой» экономики в Республике Таджикистан на 2023-2037 годы, а также реализуется согласно плану научно-исследовательских работ Таджикского национального университета.

## **ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ИССЛЕДОВАНИЯ**

**Целью диссертационной работы** является разработка и обоснование теоретико-методологических основ и предложение научно-практических рекомендаций по формированию механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности Таджикистана с учетом изучения возможностей координации локальных, отраслевых и общеэкономических задач в сфере инвестиционного обеспечения.

Для достижения поставленной цели в процессе исследования решались следующие **задачи**:

- исследовать теорию и методологию инвестиционного обеспечения, систематизируя научные взгляды, определить понятийный аппарат, раскрыть сущность инвестиционной деятельности и характеризовать эволюцию инвестиционной составляющей и ее роль в развитии национальной экономики, а также определить условия для формирования эффективного механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности;

- обосновать необходимость разработки и соблюдения принципов интегральной оценки механизма инвестиционного обеспечения промышленности в современных условиях, а также определить значимость финансово-экономической оценки инвестиционной деятельности предпринимательских структур в промышленности;

- на основе определения методологических аспектов оценки инвестиционного климата в промышленности провести комплексный анализ современного состояния инвестиционной деятельности предпринимательских структур в промышленности с учетом реализации государственных инвестиционных проектов, и на основе определения влияния макроэкономических показателей дать оценку развития инвестиционной деятельности предпринимательских структур в промышленности;

- проанализировать состояние и динамику развития инвестиционной деятельности в Республике Таджикистан с целью выявления факторов, влияющих на инвестиционное обеспечение предпринимательских структур в промышленности и прогнозирования роста капитальных вложений;

- разработать концептуальные и методологические подходы и принципы формирования инвестиционно-промышленной политики, предусматривающие необходимость применения механизмов государственно-частного партнерства для инвестиционного обеспечения развития промышленности;

- разработать диверсифицированную модель финансирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности;

- раскрыть роль и необходимость развития инвестиционного маркетинга как условия активизации инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности;

- определить современное состояние рынка ценных бумаг в Республике Таджикистан и уточнить его перспективы для инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности;

- определить направления совершенствования механизма распределения прибыли предпринимательских структур в промышленности Таджикистана для инвестиционного обеспечения промышленности;

- обосновать меры и сформировать стратегические приоритеты развития механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности, а также рекомендовать пути активизации предпринимательской и инвестиционной деятельности в промышленности Республики Таджикистан.

**Объектом исследования** является инвестиционная деятельность предпринимательских структур в промышленном секторе Республики Таджикистан.

**Предметом исследования** является совокупность организационно-экономических отношений, возникающих в процессе формирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности.

**Исследовательская гипотеза** основывается на предположении того, что разработанные теоретико-методические аспекты, составляющие основу механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности Таджикистана, позволят оптимизировать и диверсифицировать структуру привлечения инвестиций и будут способствовать финансовой устойчивости и активизации инвестиционной деятельности в промышленном секторе.

**Этап, место и период исследования.** Диссертация выполнена в 2018-2024 годах на кафедре экономики предприятий и предпринимательства Таджикского национального университета.

**Теоретической и методологической основой исследования** послужили научные труды отечественных и зарубежных ученых-экономистов, посвященные актуальным проблемам инвестиционного развития, формирования инвестиционной и промышленной политики, а также вопросам финансирования инвестиционной деятельности в условиях активизации промышленного развития.

В научной работе использованы нормативно-правовые акты Республики Таджикистан, Указы Президента Республики Таджикистан, материалы Агентства по статистике при Президенте Республики Таджикистан, Министерства

промышленности и новых технологий Республики Таджикистан, Министерства финансов и Министерства экономического развития и торговли Республики Таджикистан, Государственного комитета по инвестициям и управлению государственным имуществом Республики Таджикистан, Агентства по развитию рынка ценных бумаг и специализированного регистратора Министерства финансов Таджикистана, материалы научно-практических конференций, монографии и другие материалы, опубликованные в периодической печати, информационные Интернет ресурсы, авторские исследования и расчеты.

**Методология исследования.** Для решения задач исследования использовались методы научной абстракции, системного, структурного, функционального, факторного, статистического, сравнительного, экономико-статистического анализа, а также методы экспертных оценок, экономико-математического моделирования, динамические, индукционно-дедуктивные, историко-логистические и др.

**Источники информации.** В качестве информационной базы в работе были использованы Послания Основателя мира и национального единства – Лидера нации, Президента Республики Таджикистан уважаемого Эмомали Рахмона к Маджлиси Оли Республики Таджикистан, научные работы отечественных и зарубежных ученых по теме исследования, статистические сборники Агентства по статистике при Президенте Республики Таджикистан, Министерства промышленности и новых технологий Республики Таджикистан, Министерства финансов и Министерства экономического развития и торговли Республики Таджикистан, Государственного комитета по инвестициям и управлению государственным имуществом Республики Таджикистан, Агентства по развитию рынка ценных бумаг и специализированного регистратора Министерства финансов Таджикистана, Национального банка Республики Таджикистан, а также результаты специальных социально-экономических и мониторинговых исследований, материалы из сети Интернет и другие источники информации.

**База исследования.** Научно-исследовательская работа выполнена на кафедре экономики предприятий и предпринимательства Таджикского национального университета.

**Научная новизна исследования** заключается в разработке концептуальных и методологических подходов к формированию механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности, а также комплекса практических предложений и рекомендаций для активизации инвестиционной деятельности предпринимательских структур в промышленности.

К конкретным результатам, полученным в процессе исследования и обладающим научной новизной, относятся:

1. На основе обобщения и систематизации научных взглядов развиты теоретические и методологические основы формирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур, определены основные элементы понятийного аппарата инвестиционной деятельности и даны авторские трактовки основных категорий данной тематики с учетом установления их взаимосвязи. Выявлены роль и значение инвестиционной составляющей в социально-экономическом развитии как важнейшего инструмента для достижения экономического роста и обеспечения индустриализации национальной экономики;

2. Сформулированы принципы интегральной оценки механизма инвестиционного обеспечения в современных условиях, представляющей собой сумму множества вытекающих эффектов, обоснована необходимость их соблюдения, предусматривающая всесторонний анализ факторов и условий, влияющих на результативность инвестиционных процессов с целью выявления проблем и их преодоления, а также определена значимость финансово-экономической оценки инвестиционной деятельности, являющаяся базисом экономического обоснования и отражающая реализацию рыночных законов, предполагающих наличие и оценку «качества» потенциальной прибыли инвестора и других заинтересованных участников;

3. Уточнены методологические аспекты оценки инвестиционного климата в промышленности, на основе которых детально анализированы такие категории как

инвестиционный потенциал и инвестиционные риски, при которых установлена взаимообусловленная зависимость между категориями «инвестиционный климат» и «предпринимательская среда», также анализировано и определено, что макроэкономическая конъюнктура национальной экономики как часть инвестиционного климата имеет непосредственное отношение к активизации инвестиционных процессов, которая подтверждается устойчивой связью между уровнем инфляции и объемами инвестиций в экономику, на основании чего предлагается активное использование макроэкономических инструментов и показателей (инфляция, ключевая ставка) для развития инвестиционной деятельности в стране;

4. На основе анализа количественных и качественных показателей доказано преобладающее положение предпринимательских структур как в промышленном производстве, так и в инвестиционной вовлеченности в развитие промышленности. На основе применения корреляционно-регрессионного анализа выявлен ряд факторов, имеющих тесную взаимосвязь с инвестиционными процессами в экономике. Изучение и регулирование обнаруженных факторов позволит оказать непосредственное воздействие на активизацию инвестиционной деятельности и сформулировать векторы ее развития. Также предложен прогноз роста капитальных вложений до 2030 года с учетом влияния указанных факторов, который оценивается как недостаточный;

5. Обоснованы направления эффективной инвестиционно-промышленной политики на базе взаимодействия и внедрения научных подходов и теорий инвестиционно-промышленного развития, нормативно-правового регулирования инвестиционно-промышленной политики, поддержки уполномоченными государственными органами и институтами, диверсификации источников финансового и ресурсного обеспечения реализации политики, также рекомендовано активное применение механизма государственно-частного партнерства, который будет способствовать не только реализации совместных инвестиционных проектов, но налаживанию взаимовыгодного сотрудничества государства и частного сектора;

6. Доказано, что диверсификация источников инвестиционного обеспечения является важным направлением для развития национальной экономики, поскольку открывает более широкие возможности для привлечения финансирования предпринимательских инициатив, однако формирование диверсифицированного механизма инвестиционного обеспечения требует решения ряда проблем. Для достижения более эффективного инвестиционного обеспечения предложены пути решения проблем, связанные со стабильным финансированием, благоприятным инвестиционным климатом, развитием человеческого капитала и финансовой грамотностью, повышением правовой и институциональной стабильности, а также укреплением сотрудничества между всеми участниками инвестиционного процесса;

7. Установлено, что внедрение принципов и методов инвестиционного маркетинга в деятельности, как частных предпринимательских структур, так и государственных структур, является обязательным и эффективным инструментом для современного бизнеса, нацеленного на привлечение инвестиций, который позволит преодолеть устоявшееся амплуа «просителей» у инвесторов и перейти на новый уровень взаимовыгодного сотрудничества, обеспечивающий привлечение инвесторов, продвижение инвестиционных продуктов, а также предусматривающий формирование и эффективное управление имиджем компании и долгосрочных отношений с партнерами;

8. Доказано, что главная функция рынка ценных бумаг – аккумуляция и рациональное размещение финансовых ресурсов не исполняется, что значительно снижает инвестиционную привлекательность отечественной экономики и в целом характеризует неэффективность данной структуры в настоящем периоде. Развитие рынка ценных бумаг, обеспечение его оптимизации и достижение на нем приемлемой нормы доходности инвестиций позволяет расширять объемы внутренних заимствований и направлять их для инвестиций в реальный сектор экономики, служит для привлечения внешних инвестиционных ресурсов, замедляется их отток за границу, а также способствует возникновению системных эффектов;



9. Выявлено, что в современных условиях для обеспечения инвестиционной деятельности хозяйствующие субъекты должны уделять особое внимание механизму распределения прибыли, которая является основным источником финансирования его инвестиционной деятельности. Определено, что механизм распределения прибыли предпринимательских структур должен обеспечивать инвестиционные цели предприятия, инвестиционный маркетинг и распределение прибыли должны быть взаимообусловлены и дополнять друг друга. Значимость принятия эффективных и рациональных предпринимательских решений на этапе распределения полученной прибыли, обосновало разработку методики распределения прибыли предпринимательских структур в промышленности;

10. Обоснованы стратегические приоритеты развития механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности и рекомендованы основные пути активизации предпринимательской и инвестиционной деятельности в промышленности Республики Таджикистан, к которым относятся:

- ✓ комплексное применение и системное внедрение мер и инструментов государственного регулирования по направлениям институционально-правового регулирования, организационного обеспечения и экономического стимулирования инвестиционного развития в промышленности;

- ✓ широкомасштабная государственная поддержка, предусматривающая комплекс мер, направленных на формирование благоприятного предпринимательского и инвестиционного климата;

- ✓ вовлечение всех источников финансирования инвестиционной деятельности, которые могут участвовать в формировании инвестиционного капитала (государственные финансы, привлеченные средства и собственные средства субъектов предпринимательства, сбережения населения);

- ✓ создание Фонда поддержки промышленности как специализированного финансового института, предоставляющего промышленности льготные кредиты для финансирования проектов, направленных на разработку новой высокотехнологичной продукции, техническое перевооружение и создание

конкурентоспособных производств на базе наилучших доступных технологий. Деятельность Фонда должна иметь четкую инновационную направленность в вопросах финансовой поддержки промышленности;

✓ государственно-частное партнерство, основанное на активном участии государственного капитала в реализации крупных инвестиционных проектов, имеющих стратегическое значение посредством создания открытых акционерных обществ;

✓ повышение инвестиционной привлекательности и формирование экономических стимулов для внутренних и внешних инвесторов. В первую очередь это предполагает создание налоговых «гаваней» для промышленного предпринимательства не только с участием иностранного капитала, но и для внутренних отечественных инвестиций, посредством активной реализации мер по совершенствованию налоговой политики как эффективного инструмента форсирования процессов индустриализации национальной экономики.

#### **Основные положения, выносимые на защиту:**

- доказано, что инвестиции и реализация инвестиционной деятельности, являясь источником и инструментом для социально-экономического развития, должны сопровождаться эффектами мультипликатора и акселерации, которые будут свидетельствовать об эффективности и целевом назначении инвестиций, также доказано, что инвестиции в реальный сектор экономики являются наиболее эффективными и обеспечивают наиболее выраженные проявления отмеченных эффектов, а также предложено авторское изложение категориального и понятийного аппарата инвестиционной деятельности, как логично выстроенной системы специальных терминов, позволяющих единообразно толковать и понимать процессы в исследуемой области;

- уточнена важность и принципы интегральной оценки инвестиционного механизма исходя из его места в познавательной методико-методологической цепочке: системный подход → системный анализ → интегральная оценка, а также стратегический характер финансово-экономической оценки инвестиций;

- выявлены составные элементы инвестиционного климата как совокупности инвестиционного потенциала, инвестиционных рисков и инвестиционной привлекательности, позволяющие сформулировать основные направления многофакторной оценки инвестиционного климата;

- на основе корреляционно-регрессионного анализа оценены ряд факторов, имеющих тесную взаимосвязь с инвестициями в экономику, а прогноз инвестиций до 2030 года определен как недостаточный, что обосновало разработку рекомендаций по формированию стимулов для инвестиционной деятельности в национальной экономике;

- предложены концептуальные направления инвестиционно-промышленной политики, предполагающие широкую вовлеченность всех участников, к которым отнесены государство, предпринимательские структуры и население страны, а также предложены меры совершенствования механизма государственно-частного партнерства на основе анализа современного состояния развития этой формы сотрудничества и выявления проблем, сдерживающих ее развитие;

- разработан диверсифицированный подход к формированию механизма инвестиционного обеспечения промышленности, основанный на принципах многовариантности и рационализме;

- обоснованы значение и направления развития инвестиционного маркетинга как значимого условия активизации инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности в современных условиях;

- оценено состояние рынка ценных бумаг и предложены рекомендации для его развития как обязательного условия для формирования эффективного и диверсифицированного механизма инвестиционного обеспечения развития промышленности в Республике Таджикистан;

- разработаны рекомендации для совершенствования механизма распределения полученной прибыли предпринимательскими структурами для устойчивого функционирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности;

- предложены стратегические приоритеты формирования эффективного механизма инвестиционного обеспечения развития промышленности, который представляет собой комплексную систему, состоящую из совокупности субъектов, объектов, процессов и отношений инвестиционного характера, и обладающую способностью к воспроизводству и генерированию новых финансовых и инвестиционных ресурсов.

**Теоретическая и научно-практическая значимость выполненного исследования** определяется значением и практическим характером проблемы формирования эффективного механизма инвестиционного обеспечения. Полученные результаты могут быть учтены в теории и практике государственного регулирования инвестиционной деятельности, в разработке программ и стратегий инвестиционного развития.

Исследовательский материал может быть использован при чтении лекций по таким курсам как «Международные инвестиции», «Организация предпринимательской деятельности», «Экономика предприятий», «Финансовый менеджмент», «Международный рынок ценных бумаг», «Инвестиционная политика», а также при чтении спецкурсов по повышению финансовой грамотности и инвестиционной активности, для экономических и смежных специальностей в учреждениях высшего и среднего профессионального образования.

**Степень достоверности результатов исследования.** Выводы и результаты диссертационной работы были представлены для использования в Государственный комитет по инвестициям и управлению государственным имуществом Республики Таджикистан (акт внедрения от 08.02.2024, №3-2а/574), а также использованы в учебно-образовательном процессе на экономических факультетах Таджикского национального университета (акт внедрения от 05.02.2024) и на ООО МХП «Сафир» (акт внедрения от 14.09. 2023).

**Соответствие диссертации паспорту научной специальности.** Исследование соответствует требованиям паспорта специальности 6D050608 – Экономика промышленности и энергетики, пунктам 1. Теоретико-методические

вопросы оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности в промышленности и энергетике; 5. Методологические и методические подходы к решению проблем экономики, организации и управления промышленностью и энергетикой. Закономерности и тенденции функционирования и развития промышленности и энергетике; 13. Бизнес-процессы на предприятиях промышленности и энергетике. Теория и методология разработки, планирования и прогнозирования бизнес-процессов в промышленности и энергетике; 15. Промышленная и энергетическая политика: механизмы разработки, реализации, контроля. Управление структурными изменениями в промышленности и энергетике; 18. Государственно-частное партнерство в промышленности и энергетике. Порядок разработки и реализации проектов государственно-частного партнерства в промышленности и энергетике, эффективность; 23. Теоретико-методологические основы управления инвестиционными проектами в промышленности и энергетике. Инвестиционная деятельность предприятий промышленности и энергетике.

**Личный вклад соискателя ученой степени в научные исследования.** Все этапы исследования, от выбора темы, разработки плана работы, сбора и обработки статистических материалов, подбора и выполнения необходимых требований порядка представления использованной литературы, определения цели и реализации задач, выполнялись при непосредственном участии автора. Исследователь на основе широкого анализа теории инвестиционного развития и инвестиционного обеспечения развития промышленности, а также с учетом стратегических целей развития национальной экономики, предлагает методические рекомендации. Результаты исследование представлены в виде выводов и предложений в научных статьях.

**Утверждение и внедрение результатов диссертации.** Результаты диссертационной работы были обсуждены на республиканских и международных конференциях, в том числе Республиканская научно-теоретическая конференция «Актуальные проблемы маркетинга в современных условиях» (Душанбе, 2016), Республиканская научно-практическая конференция «Актуальные проблемы

развития современного предпринимательства в Республике Таджикистан» (Душанбе, 2017), Международная научно-практическая конференция «Национальные экономические системы в контексте формирования глобального экономического пространства» (Симферополь, 2019), X International Scientific Conference «Scientific achievement of the third millennium» (Нью-Йорк, 2019), Международная научно-практическая конференция «Индустриализация страны и обеспечение устойчивого развития экономики» (Душанбе, 2020), Международная научно-практическая конференция «Реализация целей устойчивого развития: зарубежная и национальная практика» (Душанбе, 2020), Республиканская научно-практическая конференция «Формирование систем государственного и местного управления в условиях цифровизации экономики» (Душанбе, 2022), Международная научно-практическая конференция «Банковская система: устойчивость и перспективы развития» (Республика Беларусь, 2022), Международная научно-практическая конференция «Ускоренная индустриализация и вопросы ее реализации в Таджикистане» (Душанбе, 2023), Международная научно-практическая конференция «Устойчивое развитие экономики: состояние, проблемы и перспективы» (Пинск, 2023) и другие.

**Публикации по теме диссертации.** По теме диссертации исследователем опубликовано 32 научных работ общим объемом 20,1 п.л. Из них 19 научных статей опубликованы в научных журналах, рецензируемых ВАК при Президенте Республики Таджикистан.

**Структура и объем диссертации.** Структура диссертации составлена исходя из поставленных в ней целей и задач. Диссертация состоит из введения, пяти глав, шестнадцати параграфов, 37 таблицы, 51 рисунков, выводов и предложений, 329 наименований использованных источников, объемом 350 листов компьютерного текста.

# ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИХ СТРУКТУР В ПРОМЫШЛЕННОСТИ

## 1.1. Ретроспективный анализ инвестиционной составляющей в социально-экономическом развитии

Экономическое развитие Таджикистана регламентируется Стратегией национального развития Республики Таджикистан на период до 2030 года и согласно этому документу в период 2021-2025 годов в Республике Таджикистан в активную фазу реализации входят процессы ускоренной индустриализации, «базирующиеся на резком росте инвестиций в реальный сектор и инфраструктуру. Предполагаемое увеличение инвестиционных поступлений планируется достичь как путем привлечения иностранных инвестиций (преимущественно прямых), так и мобилизации внутренних инвестиционных ресурсов» [20].

Многие исследователи сходятся во мнении, что основу качественного и устойчивого экономического роста составляют научно-технический прогресс и инновационная ориентированность национальной экономики. Естественно, что в условиях слаборазвитого реального сектора и промышленного производства, которое сопровождается сокращением научно-исследовательских разработок и инновационного потенциала, фактически очень сложно самостоятельно обеспечить качественный рост экономики. Данные условия определяют необходимость активной разработки и внедрения теории и практики инвестиционной составляющей экономического и промышленного роста, которые невозможно обеспечить без эффективного механизма инвестиционного обеспечения.

В ретроспективном обзоре экономической литературы можно обнаружить различные точки зрения о месте и значении инвестиций в экономике, при этом подавляющим большинством признается их роль как важнейшего фактора экономического развития.

Впервые идея о необходимости инвестирования содержится в трудах меркантилистов, которые утверждали, что «именно активизация денежных потоков является ключом к преодолению экономических проблем» [61, 85].

Меркантилизм как система экономических учений возникла в Англии в XVI веке и позднее распространилась во многих странах. Меркантилистов интересовали вопросы богатства страны, формы этого богатства, пути его роста. Это было время, когда капитал торговцев и ростовщиков господствовал в сфере торговли и кредита, но уже начали возникать промышленные мануфактуры. Представитель английского меркантилизма Томас Ман писал: «Обыкновенное средство к увеличению нашего богатства и наших сокровищ есть иностранная торговля, в которой всегда мы должны держаться того правила, чтобы ежегодно продавать иностранцам своих товаров на большую сумму, чем мы потребляем их товаров» [91, 354].

По мере развития капитализма и возникновения промышленных революций меркантилисты стали требовать от государственной власти покровительствовать развитию промышленных предприятий, что дает возможность заключить признание этой школой ведущей роли промышленности в развитии экономики, а соответственно и приоритет инвестиций в реальный сектор.

«В дальнейшем идея необходимости осуществления инвестирования, сформулированная меркантилистами, получила развитие в трудах физиократов, предметом исследования которых стал механизм анализа доходов и расходов земледелия» [52]. Принципиальным отличием между школами меркантилистов и физиократов становится источник направления инвестиций. В то время как меркантилисты отстаивали необходимость поддержки промышленного производства, физиократы считали его «бесплодным классом» и ратовали за наращивание капитала в аграрный сектор, который называли «производительным классом».

Эмпирический опыт показал, что, несмотря на то, что аграрный сектор никогда не потеряет своей социально-экономической приоритетности в силу своей



функции производителя продовольственных товаров, его возможности и потенциал ограничены естественными рамками.

Так, К. Р. Макконнелл и С. Л. Брю [63, 212] в своей книге «Экономикс» определяют, что «необходимость увеличения объема инвестиционных товаров», а под инвестиционными товарами они понимают: производственные сооружения, машины и оборудование, инфраструктура и т.д., «объясняется ограниченными возможностями расширения площадей возделываемых земель».

Рассматривая влияние инвестиций на экономический рост, шведский экономист Клас Эклунд подчеркивает: «...сегодняшнее благосостояние является в значительной степени результатом вчерашних инвестиций, а сегодняшние инвестиции, в свою очередь, закладывают основы завтрашнего роста производительности и более высокого благосостояния» [278, 18].

Это мнение перекликается с взглядами американских экономистов У. Ф. Шарпа, Г. Дж. Александера и Дж. В. Бэйли, которые в своей книге «Инвестиции» отмечают, что «в широком смысле слово инвестировать означает расстаться с деньгами сегодня, чтобы получить большую их сумму в будущем» [88].

М.Ю. Маковецкий особо отмечает, что «инвестиции могут позитивно влиять на экономический рост только при условии тесного взаимодействия финансовой системы и реального сектора экономики, когда финансовые потоки накопительного, спекулятивного, краткосрочного характера постепенно превращаются в долгосрочные производственные инвестиции» [182].

Е.О. Ищенко «инвестиции рассматриваются как обмен определенной сегодняшней стоимости на возможно неопределенную, будущую стоимость» [153]. В данном контексте можно интерпретировать мнение автора как видение инвестиций в качестве потенциального источника экономического развития, а сам процесс инвестирования как возможность заработать больше при условии эффективного управления на протяжении всего инвестиционного периода.

Л. И. Юзвович, С. А. Дегтярева, Е. Г. Князева в своей книге «Инвестиции» также определяют, что «важнейшим направлением корректировки экономических реформ в России является развитие и повышение эффективности инвестиционной

деятельности». «Это вызвано, прежде всего, тем, что период перестройки и экономических реформ не привел к устойчивому состоянию национальной экономики и повышению эффективности ее функционирования. Подъем экономики невозможен без крупномасштабного инвестирования» [92].

По мнению М.М. Блауга [37,687], «фактор инвестиций выступает в качестве параметра, характеризующего развитие воспроизводственного процесса, с одной стороны, с другой - элементом, воздействие на который со стороны государственных структур позволяет влиять на темпы и динамику развития экономики страны».

В условиях Республики Таджикистан, где вопросы индустриализации, инвестиционного обеспечения развития промышленности и достижения устойчивого экономического роста становятся преобладающими, отечественные ученые-экономисты также придерживаются мнения о позитивном характере влияния инвестиционной активности на экономический рост.

Согласно Национальной стратегии развития Республики Таджикистан на период до 2030 года «реализация всех мероприятий по индустриализации страны будут осуществляться за счет средств государства (47,5%), частного сектора (46,3%) и средств партнеров по развитию (6,2%)» [11].

С.Дж. Комилов и Ф.М. Гафаров в своей монографии «Инвестиционный потенциал региона: теория формирования и пути развития» пишут: «Инвестиции в условиях рыночных преобразований играют важнейшую роль в развитии любой страны. Большинство стран мира ведут постоянную борьбу за привлечения иностранного капитала. Приток иностранных инвестиций, их целенаправленное распределение и использование приводит к росту уровня производительности труда, конкурентоспособности предприятий, интеллектуальному развитию и т.д.» [53].

Так, Дж. Х. Тагоев рассуждая о роли инвестиций в экономике отмечает, что в конечном итоге, инвестиции могут способствовать развитию экономики в целом. Акцентируя при этом, что развитие отраслей производственной сферы определяет

и способствует развитию отраслей непромышленного назначения, а не наоборот [235, 45].

Определяя роль инвестиций как важного фактора экономического роста стоит отметить, что конечной целью экономической политики государства должно быть повышение уровня жизни населения и в этом контексте И.Р. Пулатова придерживается мнения, что инвестиционная деятельность выполняет функцию средства по достижению инновационных целей, а это в свою очередь выступает фактором повышения качества жизни населения [215, 157].

«Активизация инвестиционного процесса является одним из наиболее действенных механизмов обеспечения устойчивых темпов экономического роста в стране», отмечает Каюмовым А.А. и Ризокуловым Т.Р. [219, 103].

В целом, ученые на протяжении всего периода формирования и развития экономической науки признают необходимость и прогрессивную роль инвестирования, различия могут возникать лишь в объектах приложения инвестиций и способах их регулирования. Это подтверждает, что между экономическим ростом и активизацией инвестиционной деятельности существует тесная взаимосвязь.

Развитие рыночных отношений непосредственно связано с активизацией всех экономических процессов. В свою очередь, инвестиции являются неотъемлемой частью современной экономики и играют многоликую роль в поступательном развитии рыночной модели хозяйствования. Во-первых, инвестиции – это одна из форм осуществления предпринимательской деятельности, которая представляет собой основополагающий элемент развития рынка и конкуренции. Во-вторых, инвестиции – это катализатор экономической активности, способствующий возникновению «цепной реакции» в бизнес среде. В-третьих, инвестиции – это оценочный показатель, характеризующий как отдельные тенденции, так и общую динамику развития экономики.

Говоря о развитии отечественной экономики, которую принято считать развивающейся, нет необходимости подчеркивать важное значение привлечения инвестиций и формирования эффективной инвестиционной политики, как на

уровне предприятий, так и на уровне государства в целом. Особое место в инвестиционной стратегии развития каждого государства занимает промышленный сектор, который, как и инвестиции является одновременно и фактором, и критерием успешного экономического развития.

В современных условиях бурного научно-технического прогресса и быстро изменяющихся рыночных потребностей отраслям промышленности нашей страны, с их устаревшими основными фондами и методами ведения бизнеса, наиболее важно стать основным объектом инвестирования. К сожалению, долгосрочный характер окупаемости вложений и ментальные особенности предпринимательства в Таджикистане негативно отражаются на инвестиционной привлекательности промышленных предприятий.

Разработка инвестиционной политики государства должна представлять собой механизм, обеспечивающий выбор и реализацию наиболее эффективных форм вложения капитала с целью дальнейшего развития, и расширения инвестиционных проектов, увеличения инвестиционной прибыли и предпосылок для последующих реинвестиционных мероприятий. Инвестиционная политика должна быть параллельна стратегии общего развития экономики с выделением приоритетных отраслей, к которым, несомненно, должна относиться промышленность.

Экономический рост как желанный результат экономического развития стран является результатом влияния множества эндогенных и экзогенных факторов, которые обуславливают разницу и причины этих различий в уровне доходов населения. Рассмотрим основные теории экономического роста с учетом влияния инвестиционных процессов на природу этой экономической категории.

Принято считать, что первые исследования, изучающие сущность и проблематику экономического роста следует относить к концу XVIII века, а наибольшее распространение в тот период получила теория Томаса Мальтуса, который полагал, что рост населения превосходит рост производства, соответственно обеспечить экономический рост можно посредством сдерживания увеличения численности населения. Позже его теория получила название

мальтузианство и, несмотря на множество эмпирических опровержений и критики его исследований, до сих пор является предметом обсуждения и находит своих сторонников.

На наш взгляд, в условиях доиндустриального общества мальтузианство имело определенные логические обоснования, однако в современном мире, где экономика развитых стран пережила не одну промышленную революцию и шагнула в эпоху постиндустриализма, где открылись многие резервы роста экономики, не только связанные с сельским хозяйством и промышленностью, но и со сферой услуг, данная теория может вызывать интерес в контексте исследования истории экономических учений.

Современные теории экономического роста формировались под воздействием двух основных экономических теорий: классической и кейнсианской.

Наиболее видными представителями классической школы являются Адам Смит, Давид Рикардо, Джон Стюарт Милль, Альфред Маршалл. При этом последние считаются основателями уже неоклассической экономической теории. В основе классического направления лежит идея оптимальности и саморегулируемости рыночной системы.

Согласно, классической школы «уровень реального выпуска продукции определяется доступными факторами производства, технологии, а также объективными границами производственных возможностей экономической системы. Особое место занимал постулат, что рынок посредством гибкого ценового механизма, органически присущего ему, самостоятельно способен обеспечить полное использование ресурсов в экономике» и ее оптимальное развитие. Дефиниция «невидимой руки» А. Смита играла основополагающую роль в этой теории.

Эмпирический опыт, однако, дает возможность заключить, что в условиях падения спроса рынок не всегда реагирует согласно закону рынка и не снижает цены, а возникает деструктивная реакция – сокращается производство и наблюдается рост безработицы, которые влекут за собой множество других

негативных последствий, которые не могут быть ликвидированы без государственного вмешательства и это, соответственно, опровергает теорию саморегулируемости и самодостаточности либерального рыночного механизма. Еще одним элементом, обладающим регулятивной функцией, по мнению представителей классической школы являются гибкие процентные ставки.

В отношении развития инвестиционного процесса эти два элемента классической экономической теории – гибкие цены и процентные ставки, формируют основные факторы, влияющие на активность инвесторов. Во-первых, это возможность получения прибыли, т.е. рентабельность инвестиций. Инвестиции будут осуществлены, если ценовой механизм будет обеспечивать достаточную норму прибыли. Во-вторых, альтернативные издержки, которые должны быть покрыты потенциальной прибылью от инвестиций в производство. В случае, если в экономике действуют высокие процентные ставки, инвестор принимает решения в пользу банковского депозита, нежели инвестиций в производство.

Функциональная связь между процентными ставками, инвестициями и сбережениями описывалась во многих трудах экономистов-классиков. Они сходились в том, что «на денежном рынке сбережения домохозяйств будут отражаться на кривой предложения  $S$ , а инвестиции - на кривой спроса  $I$ ». Эквилибриум  $E$  достигается в точке пересечения кривых инвестиций и сбережений при оптимальном уровне процентной ставки  $r_0$ , что гарантирует состояние полной занятости, при которой будут уравнены величины, которые домохозяйства намеревались сберечь, а предприниматели – инвестировать. Очевидно, что и инвестиции, и сбережения являются функциями значения процентной ставки, при том, что  $I = f(r)$  имеет обратную связь, т.е. чем выше ставка процента, тем ниже объем инвестиций, а  $S = f(r)$  характерна прямая связь – рост процентной ставки влечет рост сбережений.

Адам Смит, основоположник классической школы политэкономии в своем главном труде «Исследование о природе и причинах богатства народов» сформулировал концепцию производительности труда как источника богатства. Изучая данный труд на предмет наличия каких-либо прямых указаний на понятие

и учение об инвестициях, можно отметить, что А. Смитом не исследовалась тема инвестиций как отдельной экономической категории, однако он придавал большое значение накоплению капитала, видя в этом процессе главную задачу предпринимателя, который сберегая часть дохода может расширять производство и создавать новые рабочие места, вследствие чего растет богатство всего общества [42].

А. Смит считал, что «ради расширения возможности создавать доход, сбережения следует использовать для разработки нового производственного оборудования или технических усовершенствований» [276].

Смитом подвергалось критике необоснованное потребление, при этом под бережливостью он понимал не сколько процесс примитивного роста капитала в результате его не потребления, а сколько процесс вовлечения в производство дополнительного труда и соответственно увеличения совокупной стоимости произведенной продукции, которой сопутствует увеличение потребления.

Этот вывод Смита дает нам возможность сформулировать адаптированный к современным реалиям вывод о значительной роли предпринимателей в экономическом росте вследствие их рационального распределения полученной прибыли, т.е. эффективности реинвестирования как фактора экономического роста. Касательно бережливости и увеличения потребления дополнительного труда нами видится механизм, согласно которому, чем больше получает работник, тем больше он может потратить на приобретение полезных ему товаров, а это, в свою очередь, обеспечит заработок работникам других предприятий, которые также будут стимулировать еще чей-то бизнес, таким образом, выплаченные деньги рано или поздно вернутся в компанию.

Кроме того, мнение А. Смита по вложению капитала в предпринимательскую деятельность с целью получения прибыли не теряет своей актуальности и по сей день, и может также применяться как первичный мотив для инвестиционной деятельности.

Также Смит считал, что «...всякое увеличение или уменьшение капитала естественно ведет к увеличению или уменьшению промышленной деятельности,

количества производственных рабочих, а, следовательно, и плановой стоимости годового продукта земли и труда страны, реального богатства и дохода всех ее жителей» [78, 363]. Это утверждение еще раз подтверждает значимость инвестиционной составляющей в экономическом развитии общества в целом и промышленности, в частности.

Другой яркий представитель классической школы политэкономии в своем труде «Принципы политической экономии» Джон Стюарт Милль, излагая теорию капитала, утверждал, что «капитал - это результат сбережений и ранее накопленный запас продуктов прошлого труда» [70, 237]. Далее развивая эту мысль Милль делает вывод, что капиталобразование как основа инвестиций позволяет расширить масштабы занятости и предотвратить безработицу, при этом выделяются и негативные элементы как «непроизводительные расходы богатых». Будучи сторонником и последователем А. Смита и Д. Рикардо, Дж. С. Милль свои научные труды по экономике позиционирует как дополнения к «Исследование о природе и причинах богатства народов» Смита и одним из его популярных высказываний считается «К счастью, в законах стоимости нет ничего, что осталось бы выяснить современному (1848) или любому будущему автору; теория этого предмета является завершённой» [70, 254].

Еще одним ярким сторонником классической школы либерального рыночного развития был Жан Батист Сэй, который сформулировал закономерность, согласно которой реальный совокупный спрос осуществляет автоматическое поглощение всего объема продукции, которую рабочие и предприниматели могут произвести, используя при этом, имеющиеся в их распоряжении ресурсы и технологии [108]. Это объясняется, прежде всего, тем, что дополнительная единица производство не только увеличивает предложение товаров на рынке, но и благодаря расходам, сопровождающим производство этой дополнительной единицы, возрастут доходы других субъектов, что неизбежно вызовет порождение спроса на эти товары. Другими словами, закон Сэя в интерпретации инвестиционного процесса предполагает, что стабильность экономики и ее эффективное развитие свойственно свободному рынку с его



абсолютно гибкими ценами, позволяет совокупному предложению гибко реагировать на изменения в совокупном спросе, т.е. инвестиции предпринимателей в дополнительное производство будут уравниваться доходами потребителей и соответственно вызывать их платежеспособный спрос, тем самым отвергая возможность перепроизводства.

С данным положением можно соглашаться или не соглашаться, но в условиях перфекционистских участников и сглаживания субъективных эндемических особенностей, можно предположить, что предприниматель, развивающий свое дело исходя из принципов совершенствования товара и применения методики экономического анализа рынка, а также современных инструментов ритейла, всегда может рассчитывать, что произведенный им товар найдет своего покупателя.

Альфред Маршалл представитель классической школы, который сумел объединить ее с маржинализмом, и в результате сформировать новое видение классицизма в форме неоклассицизма и стать его основоположником. Его высказывание «Капитал – это часть богатства, которой мы жертвуем, чтобы умножить свое богатство» [67, 210] раскрывает идею сущности инвестирования как процесса роста и дальнейшего прогрессивного развития. Смысл высказывания заключается в том, что, только вкладывая капитал в развитие какого-либо дела, мы имеем шанс получить обратную отдачу и приумножить финансовые ресурсы. В данном высказывании можно выделить два аспекта: сущность капитала как фактора производства и возможности его использования.

Неоклассическая экономическая теория так же, как и классическая политэкономия, определяет основополагающими принципами экономической системы – либерализм и свободную конкуренцию. Однако, в отличие от классиков, они в своих исследованиях делают упор на исследовании прикладных практических проблем и предельных величин (маржинализм), активно используя количественный анализ и математические расчеты. В свою очередь, классики делали упор в объяснении экономических процессов и явлений посредством качественного, содержательного, причинно-следственного анализа, так сказать

более философского подхода. Современная теория инвестиций, несомненно, основывается на количественных, математических моделях и расчетах, нежели на абстрактных логических суждениях.

Неоклассиками наибольшее внимание уделяется вопросам рационального использования ограниченных ресурсов на микроэкономическом уровне, т.е. на более конкретизированном уровне предприятия и домашнего хозяйства. Неоклассическая экономическая теория является одной из основ многих направлений современной экономической мысли, в связи с тем, что ее возникновение и развитие приходится в эпоху активного промышленного развития, которая, бесспорно, ближе нам по своей содержательной природе.

Продолжительный кризис 30-х гг. прошлого столетия, который в истории получил название «Великая депрессия» подорвал основные положения классической теории и создал благоприятные условия для распространения новой экономической школы - кейнсианства.

Кейнсианская экономическая теория – это макроэкономическое учение, сложившееся на основополагающей работе Джона Мейнарда Кейнса «Общая теория занятости, процента и денег», которая была издана в 1936 году. Суть данного учения сводилась к необходимости и полезности государственного макроэкономического регулирования рыночной экономики для обеспечения долгосрочного роста и избежания инфляции [25].

В отличие от классической школы, Кейнс и его сторонники считали, тождество уровня сбережений и инвестиций выполняется не вследствие изменения уровня процентной ставки, а из-за колебаний уровня производства или дохода. Будучи согласным с равенством сбережений и инвестиций Дж.М. Кейнс утверждает, что «...хотя общая сумма сбережений представляет собой совокупный результат действия множества отдельных потребностей, а величина инвестиций – совокупный результат действия индивидуальных предпринимателей, эти две величины должны быть равны между собой, поскольку каждая из них равна превышению дохода над потреблением» [51, 183]. Согласно его рассуждениям, не сбережения как таковые влияют на уровень дохода, а инвестиции как

самостоятельная экономическая категория являются важнейшим фактором и двигателем экономического прогресса.

Новая идея заключалась в том, что, несмотря на то, что Кейнс признавал идентичную природу инвестиций и сбережений, субъектами этих категорий являются разные группы – домохозяйства и предприниматели, которые руководствуются различными мотивами. Так, например, высокая ставка по депозиту, которая так импонирует домохозяйствам и их сбережениям, совершенно по-другому влияет на предпринимателей и их желание инвестировать. Следовательно, квалифицировать процентную ставку как основной фактор, определяющий инвестиций и сбережения, не является корректным. По мнению кейнсианцев, абсолютно очевидным является, что этим фактором является национальный доход [63,199].

Кейнс и его последователи сходились во мнении, что мотивация инвестиционной активности представляет собой достаточно сложный механизм, где процентная ставка не может быть единственным фактором ее определяющим. Несомненно, что утверждение классиками процентной ставки как важного фактора остается актуальным и по сей день, но также верными являются и выводы кейнсианцев, что помимо процентной ставки есть ряд других сдерживающих или наоборот стимулирующих факторов.

Ставка процента – это плата (можно сказать альтернативные издержки) за направление капитала на инвестирование, всегда учитывается при планировании инвестиций, при этом можно выделить ряд других важных факторов, которые оказывают влияние на принятие инвестиционных решений. К таким факторам следует отнести:

1. Издержки на приобретение, эксплуатацию и обслуживание оборудования. На первоначальном этапе планирования инвестиций именно эти расходы формируют наибольшую долю в общем портфеле расходов и влияют на расчеты показателей эффективности инвестиционных проектов.

2. Налогообложение бизнеса. Решение об инвестициях принимается в расчете на ожидаемую прибыль от вложений. Налоги и их ставки могут оказывать

существенное влияние на конечную доходность инвестиционного проекта и отбить желание от инвестирования.

3. Технологические изменения и НТП. Изменение в продукте и вывод на рынок нового продукта всегда сопровождается повышенным спросом и ростом доходов, изменение в технологии за счет снижения производственных расходов аналогичным образом действует на доходность инвестиций, тем самым повышая ее привлекательность.

4. Наличный производственный потенциал. Излишние производственные мощности оказывают сдерживающее действие на инвестиционную активность в отрасли, в то время, как относительный недостаток основного капитала будет стимулировать инвестиции.

5. Ожидания и будущие доходы. Учитывая, что средний период использования основного капитала составляет 10 – 20 лет, то естественно, что инвестор будет принимать решения на основе не только ожидаемой прибыли в краткосрочном периоде, но и осуществлять анализ рентабельности проекта в среднесрочной и долгосрочной перспективах.

Еще одним важным моментом касательно инвестиционной составляющей в экономическом росте, который впервые рассмотрел и описал Дж.М. Кейнс была теория мультипликатора, суть которой заключается в том, что между изменениями объемов инвестиций и экономическим ростом существует устойчивая связь. Кейнсианская теория мультипликатора основывается на том, что при росте инвестиций наблюдается увеличение ВВП, гораздо в большем размере, чем вложенные инвестиции. При этом помимо первичного эффекта вытекают вторичные и последующие эффекты, которые принято называть эффектом мультипликатора. А сам мультипликатор представляет числовой коэффициент, отражающий превышение роста дохода над инвестициями.

Неокейнсианцы, вслед за Дж.М. Кейнсом, являлись «сторонниками идеи необходимости систематического и прямого государственного регулирования экономических процессов, изучали влияние научно-технического прогресса на объемы производства, роль капиталоемкости в экономическом росте, сочетание

принципа мультипликатора и явления акселерации. Темп роста в их концепции поставлен в зависимость от величины накопления и выступает как функция накапливаемой части национального дохода. Норма накопления определяет его рост в стране. Этот принцип составил основу неокейнсианской формулы экономического роста» [276].

Данный принцип очень схож с традиционным классическим подходом, который подчеркивает благотворность процессов сбережения для экономического развития. Высокие уровни сбережений рассматриваются как богатые источники инвестиций и, соответственно, склонность к сбережениям трактуется как потенциал обогащения нации.

Кроме того, неокейнсианские модели экономического роста и рыночного равновесия основывались на механизме действия двух важных эффектов инвестиций – мультипликатора и акселератора. И если мультипликатор, как было рассмотрено выше, представляет последующие эффекты от первичных инвестиций, то эффект акселератора возникает в результате общего оживления экономики и деловой активности, повышения спроса и роста занятости, которые приведут к склонности инвестирования у широкого круга предпринимателей, независимо от отрасли. В это контексте, важными достижениями того периода являются модели Р. Харрода и Е. Домара, которые рассматривая связи между инвестициями, темпом роста производства, величиной предельного коэффициента и долей накопления в национальном доходе выводят положение о достижении динамического равновесия на основе расчета уравнений предложения, спроса и равновесного роста.

В упрощенном виде сущность роли инвестиций в экономическом росте по Домару можно сформулировать таким образом - какими должны быть темпы роста инвестиций (равновесный рост), чтобы темпы роста доходов (спрос) совпадали с темпами роста производственных мощностей (предложение).

Уравнение предложения опирается на том, что инвестиции (I), которые осуществляются в данный момент времени (t-1), увеличивают капитал (K) в будущем (t) и соответственно выглядит так:

$$I_{t-1} = \Delta K_t = K_t - K_{t-1} [90]$$

А уравнение предложения ( $\Delta Y_t^s$ ) имеет вид:

$$\Delta Y_t^s = \sigma \times \Delta K_t = \sigma \times \Delta I_{t-1} [90]$$

В то время как уравнение спроса в динамике ( $\Delta Y_t^d$ ) будет основано на эффекте мультипликатора и иметь следующий вид:

$$\Delta Y_t^d = \frac{\Delta I_t}{s_y} [90]$$

И третье уравнение в модели Домара – это уравнение равновесного спроса отражает равенство прироста спроса и предложения:

$$\Delta Y_t^s = \Delta Y_t^d [90]$$

Согласно его модели, инвестиции, с одной стороны, увеличивают производственный потенциал, а с другой стороны, они повышают общий спрос с точки зрения общего дохода. Производственные мощности могут быть оптимально использованы только при наличии эквивалентного спроса на производимые товары. То есть, для состояния равновесия в экономике требуется, чтобы совокупное предложение (или производственная мощность) равнялось совокупному спросу (или доходу), а это становится возможным при постоянном увеличении объема инвестиций заданным темпом.

Таким образом, модель Домара предполагает роль запланированных инвестиций в экономическом развитии, в то время как модель Харрода делает акцент на индуцированных инвестициях, и, впоследствии, обе модели были объединены и именовались как модель Харрода – Домара. Эта объединенная

версия достаточно длительное время служила основой для последующих исследований тематики инвестиций и экономического роста, однако, как и все в истории, со временем встретила множество противоречий.

С учетом заданной тематики нашего исследования, хотелось бы отметить об этих эпизодах. Модель Харрода - Домара появилась в посткризисные периоды, где остро стояли вопросы экономического роста и индустриализации при активной помощи государства, в связи, с чем в модели не делается различий между государственными и частными расходами и инвестициями. Исследования Харви Лейбенштейна показали, что это может привести к резкому росту внешнего долга национальных экономик, но при этом существенного увеличения ВВП на душу населения может и не быть. Еще одним существенным недостатком модели заключается в том, что она не предполагала, что государственные инвестиции могут вытеснять частные. У. Истерли использовал модель Харрода – Домара для анализа последствий международной помощи развивающимся странам и оказалось, что в этих странах международная помощь вытесняла внутренние инвестиции [321].

Указанные недостатки модели эмпирически обнаруживались в экономиках схожих с отечественной, следовательно, исследования механизмов инвестиционного обеспечения предпринимательских структур, а также решение задач по индустриализации путем активизации инвестиционного процесса, должны обязательно учитывать исторический опыт и особенности реализации макроэкономических моделей экономического роста с учетом роли инвестиционной составляющей.

С середины 50-х гг. прошлого столетия в неокейсианских моделях экономического роста возникли противоречия, которые вызвали новую волну исследований со стороны последователей классической школы, сформировавших неоклассическую школу. Особое внимание представляют в этом отношении труды Роберта Солоу, который впоследствии был удостоен Нобелевской премии по экономике за свои разработки. В его модели «рост ВВП объясняется ростом населения, техническим прогрессом и инвестициями, причем инвестиции

предполагается направлять не на расширение производственных мощностей, а на развитие научно-технического прогресса» [327].

Особое место в экономической науке занимает американский экономист П. Самуэльсон, который предпринял попытку соединить две теории - неоклассическую и неокейнсианскую. Он назвал свою теорию неоклассическим синтезом, в которой, по его мнению, «посредством рационального сочетания фискальной и кредитно-денежной политики, страны со смешанной экономикой могут добиваться увеличения капиталообразования и эффективного роста» [76, 334].

Приведем результаты ретроспективного обзора места и роли инвестиционной составляющей в экономическом развитии в виде сводной таблицы 1.1.1.

**Таблица 1.1.1. - Роль инвестиционной составляющей в исследованиях различных экономических школ**

Экономические Школы	Период зарождения	Представители	Тезис о роли инвестиций	Наилучшая сфера приложения
Классическая политэкономия	1776 г.	А.Смит, Ж.Б.Сэй, Дж. Милль и др.	Рост сбережений трансформируется в инвестиционную активность	Сельское хозяйство, промышленность, внешняя торговля
Неоклассическая экономическая школа	1870 гг.	А. Маршалл, Р.М.Солоу и др.	Инвестиции как функция нормы процента	Промышленность, НТП
Кейнсианство	1936 г.	Дж.М. Кейнс и др.	Инвестиции влияют на занятость и спрос, обладают эффектом мультипликатора	Промышленность, рынок ценных бумаг
Неокейнсианство	1950гг.	Р. Харрод, Е. Домар и др.	Усиление роли государственных инвестиций, обладают эффектом акселератора	Промышленность, сферы индуцированных инвестиций
Синтез классицизма и кейнсианства	1980 гг.	П.Самуэльсон К.Р. Макконнелл, С. Брю и др.	Рост реального ВВП влечет за собой рост реальных инвестиций и наоборот	Товарные и денежные рынки

*Источник: составлено автором*

Многие российские ученые-экономисты также сыграли большую роль в создании современной теории экономического развития, «исследуя при этом его



инвестиционную составляющую и указывая на возрастающую необходимость государственного регулирования инвестиционной деятельности на основе рационального сочетания различных источников инвестиционных ресурсов» [25, 107, 124, 183].

Современная отечественная наука также подчеркивает роль и значение инвестиций для вывода национальной экономики на новый уровень развития и обеспечения устойчивого роста экономики. Государственные программы и стратегии также ориентированы на рост инвестиционной активности, отраслевые программы развития, в частности, программы по развитию промышленности в настоящий момент остро нуждаются в разработке эффективного механизма инвестиционного обеспечения. Длительные процессы отраслевой деформации, снижение промышленного потенциала, спад инвестиционной привлекательности промышленного сектора и другие негативные факторы экзо и эндогенного характера заложили глубокие структурные проблемы, которые невозможно преодолеть без рационального и эффективного государственного влияния на развитие как инвестиционных процессов, так, и на фундаментальную парадигму предпринимательства в стране.

В частности, К.К. Давлатзода и Дж.С. Джумаев отмечают «Привлечение технологических инвестиций и внедрение технологических инноваций на основе сотрудничества с крупными научными центрами и инновационными лабораториями позволяет повысить эффективность и обеспечить основы устойчивого развития национальной промышленности» [138, 54].

Н.М. Дададжанова и Х.С. Сафоев подчеркивают, что «без инвестиций невозможна успешная реализация государственных проектов», а также отмечают роль инвестиций в формировании благоприятных условий для роста производства и устойчивого экономического развития [139, 73].

Ш.Р. Шарипов, указывая на необходимость государственного влияния на оптимизацию инвестиционных процессов отмечает необходимость: «Преобразование госинвестиций в «локомотив» увеличения активности в инвестиционной сфере» [261, 94].

В этом же русле выражает свое мнение А.К. Сафоев: «Государственная инвестиционная политика является одним из важнейших факторов стабильного экономического роста. Она должна предусматривать как регулирование внутренних, отечественных инвестиций, так и привлечение иностранных» [223, 81].

Официальные источники Правительства Республики Таджикистана также признают ведущую роль инвестиционной составляющей в экономическом развитии страны. На официальном сайте МИД РТ отмечается: «...экономический рост страны в 2021 году является самым высоким за последние 17 лет. Международные финансовые институты также оценили экономический рост Таджикистана в 2021 году как самый высокий в регионе. Темпы роста экономики обусловлены увеличением инвестиций в основной капитал на 23,3%, промышленного производства на 22%, пассажирских перевозок на 12,6%, внутреннего товарооборота на 13%, сельского хозяйства на 6,6%, транспорта на 2,7%, платных услуг на 7,9% и внешнеторгового оборота на 39,5%, в том числе экспорта на 52,8%» [314].

На основании вышеизложенного можно сделать следующие выводы:

- несмотря на то, что термин «инвестиции» на протяжении длительного периода времени является объектом пристального внимания со стороны ученых-экономистов, а в настоящее время является одним из наиболее часто используемых, в экономической литературе пока не сложилась самостоятельная инвестиционная теория. Чаще всего область инвестиций рассматривается как составная часть макроэкономической теории экономического роста или в структуре денежно-расчетных отношений на уровне микроэкономики;

- роль инвестиций как инструмента по достижению экономического роста, а также влияние инвестиционной составляющей на среднегодовые темпы роста ВВП признавалась на протяжении всего периода оформившейся экономической науки у разных школ (классическая, кейнсианская и пр.) и при различных типах хозяйствования (рыночная, командно-административная);

- всеми экономическими школами в процессе исследования категории «инвестиции» и «инвестиционный механизм» признается определяющая роль в активизации инвестиционной деятельности таких явлений как «накопления» и «сбережения»;

- все рассмотренные модели и исследования касательно механизма инвестиционной деятельности, несмотря на наличие критики и эмпирических противоречий можно признать справедливыми и жизнеспособными при условии определенной адаптации и коррекции в соответствии с реалиями современного временного периода;

- в современных условиях поставленные цели по индустриализации экономики невозможны без активизации процессов инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности, соответственно для достижения стратегических целей важнейшим приоритетом является формирование сбалансированной, научно-обоснованной, государственной инвестиционной политики.

Таким образом, придерживаясь общего мнения о крайне позитивном влиянии инвестиционных процессов на экономическое развитие отметим, что добиться этих эффектов и достичь «самоподдерживающего роста» возможно при условии грамотного регулирования инвестиционной деятельности исходя из природы и экономической сущности инвестиций. Исследование ретроспективного анализа инвестиционной составляющей социально-экономического развития, позволило заключить, что теоретические и методологические разработки ученых различных экономических течений сформировали фундаментальную методологическую базу инвестиционной деятельности, которая должна лечь в основу формирования и развития государственной инвестиционной политики и обеспечить широкое применение научных разработок по формированию механизма инвестиционного обеспечения, принципов регулирования и инструментов воздействия, а также повышения общей финансовой грамотности как населения, так и предпринимательских структур с учетом ментальных и национальных

особенностей каждой экономики, уровня эмпирического и институционального развития и обеспечения органической связи науки с практикой.

## **1.2. Категориальный и понятийный аппарат инвестиционной деятельности**

Инвестиции являются одной из важнейших категорий экономической науки, их роль в обеспечении экономического роста признается всеми научными школами. Современное развитие, с присущими ему процессами глобализации и экономической интеграции способствовали еще большему акцентированию и распространению тематики исследования понятийного аппарата инвестиционной деятельности.

Будучи объектом изучения различных школ и течений в экономике, естественно, что и трактовок понятия инвестиции в научной и аналитической литературе присутствует большое количество, которые в процессе эволюции экономической мысли претерпевают разного рода трансформации. Понятие «инвестиции» в период становления классической политэкономии было идентичным понятию «капитал», в «Советский» период истории использовался термин «капиталовложения», а в современной истории рыночного хозяйствования широкое применение получило именно определение «инвестиции».

Современные и классические трактовки понятия инвестиций характеризуются многообразием. При этом неоспоримыми остаются два его постулата – ориентированность на прибыль и позитивное влияние на экономический рост.

Повышенный интерес к инвестициям как экономической категории также объясняется многогранным характером экономической сущности инвестиций. В условиях рыночной экономики основную массу хозяйственных функций выполняют предпринимательские структуры, эффективность их функционирования, рост их прибыльности и рентабельности непосредственно связаны с развитием инвестиционной деятельности. И, несмотря на некоторые критичные замечания в излишней меркантильности предпринимательства,

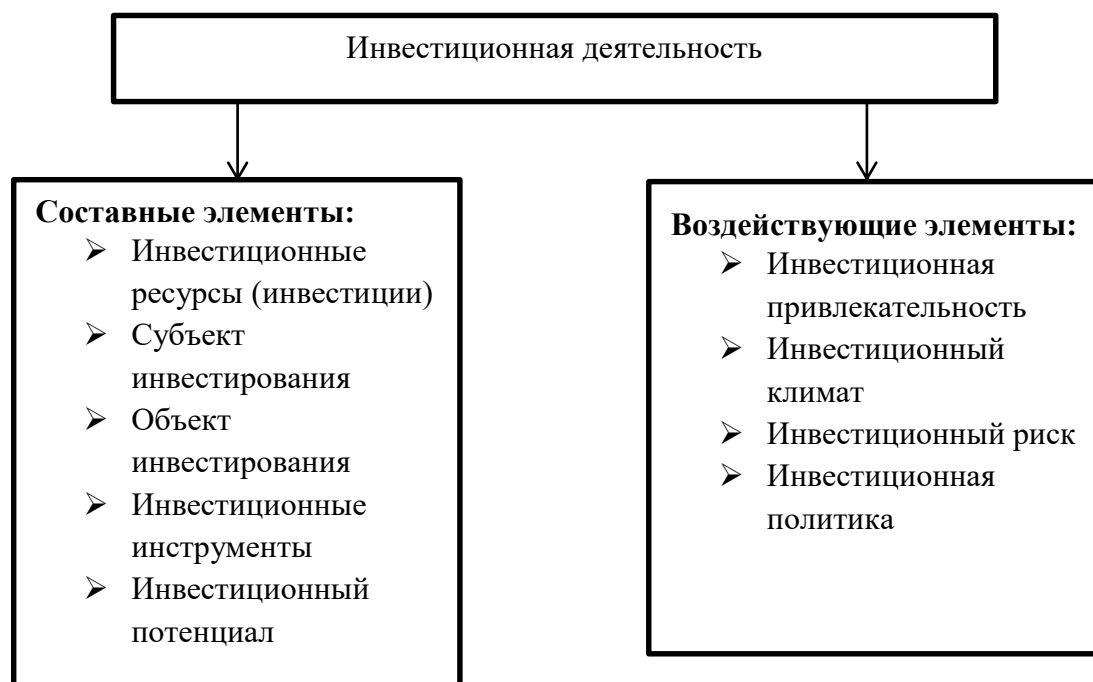
большинство уже осознало о справедливости прагматичного подхода в отношении бизнеса, как наиболее эффективного механизма развития национальной экономики и обеспечения устойчивого экономического роста, решения социальных проблем и повышения благосостояния населения.

Развитие бизнеса и формирование класса экономически инициативных и предприимчивых людей является залогом дальнейшего совершенствования и эффективного продвижения в данном направлении. Необходимо четко и ясно понимать, и поддерживать бизнес, исходя из того, что именно предпринимательству в перспективе должна принадлежать роль главного двигателя и катализатора экономических процессов и решения социально-экономических задач.

Роль инвестиций в развитии предпринимательства носит многогранный характер. Во-первых, инвестиции уже сами по себе представляют одну из форм ведения бизнеса. Ведь инвестор – это тоже предприниматель, который вкладывает свои средства с целью получения прибыли. Понятия инвестиции и предпринимательство не просто дополняют друг друга, они взаимообусловлены и взаимозависимы. Во-вторых, инвестиции – это капитал, который служит основой создания бизнеса, т.е. отправная точка возникновения бизнеса, без которой бы его не существовало. В-третьих, инвестиции – это источник дополнительной поддержки бизнеса. Привлечение инвестиций в экономику любого государства всегда носит факторный характер для стимулирования бизнеса, расширения деятельности действующих субъектов, является резервом роста предприятий. В-четвертых, инвестиции – это оценочный показатель, характеризующий степень развитости и привлекательности предпринимательской среды и национальной экономики. Более того, рассматривая инвестиции как ранее полученную прибыль, мы можем также оценить степень эффективности действующих предпринимателей.

Однако, вернемся к необходимости изложения категориального и понятийного аппарата инвестиционной деятельности, как логично выстроенной

системы специальных терминов, позволяющих единообразно толковать и понимать процессы в исследуемой области (рис.1.2.1.).



*Источник: составлено автором*

**Рисунок 1.2.1. - Основные элементы понятийного аппарата инвестиционной деятельности**

Толкование термина «инвестиции» в экономической литературе многообразно. Основоположник классической теории А. Смит рассматривал различные вариации движения капитала с точки зрения увеличения богатства народов. По его мнению, «это возможно двумя способами либо посредством увеличения числа производительных работников, или увеличением производительной силы этих же работников. В обоих случаях для этого необходимо увеличить капитал как для привлечения дополнительных работников, так и для расширения или модернизации основного капитала» [78]. Исходя из его умозаключений, можно предположить, что под инвестициями он понимал привлечение дополнительного капитала с целью увеличения богатства и это раскрывает основную природу инвестиций как добавочных вложений с целью получения или увеличения прибыли.

Особое место в экономической науке занимает К.Маркс и его фундаментальный труд «Капитал». Являясь противником буржуазного

капитализма, он, тем не менее, является ярким представителем классической школы, его рассуждения охватывают все аспекты экономической жизни, однако, остановимся на его теории экономического империализма и закона тенденции нормы прибыли к понижению. Выводы, сделанные по этим направлениям, подталкивают нас к следующему пониманию инвестиционных процессов – инвестиции должны носить перманентный характер в связи с тенденцией прибыли к снижению, т.е. дополнительные вложения противодействуют этой отрицательной динамике, а эффективное развитие в долгосрочной перспективе должно обеспечиваться за счет направления капитальных потоков в менее развитые страны, которым характерны более высокие нормы прибыли.

Идеи империализма также были развиты В.И. Лениным, и на наш взгляд их практической применение (естественно лишенное какого –либо социалистическо-политического окраса) можно найти и в современной истории, когда крупные предпринимательские структуры начинают искать выходы за рамки своих национальных экономик. Примером могут послужить волны индустриализации в Восточно-азиатских странах.

Далее отметим определение выдающегося Дж. М. Кейнса: «...инвестиции... включают всякий прирост ценности капитального имущества независимо от того, состоит ли последнее из основного, оборотного или ликвидного капитала» [51,196].

Большинство современных экономистов трактуют «инвестиции как вложения свободных денежных средств в различные формы финансового и материального богатства или активы» [44, 54, 59, 296]. Однако существует и несколько иной подход к определению понятия «инвестиции». Так, например, К. Р. Макконнелл и С. Л. Брю считают, что «инвестициями являются строительство либо создание новых капитальных активов, в которые входят в основном три компонента: 1) все конечные покупки машин, оборудования и станков предпринимателями; 2) все строительство и 3) изменение запасов. По их мнению, к инвестициям не относится передача из рук в руки ценных бумаг (их купля-продажа), а также и перепродажа уже существующих активов» [62, 137].

П. Самуэльсон также подчеркивает важность вложений, как в основной, так и оборотный капиталы и отмечает, что «это прирост запаса капитала страны, то есть зданий и сооружений, машин и оборудования, а также товарно-материальных запасов в течение года. Осуществление инвестиций связано с отказом от текущего потребления ради увеличения будущего потребления» [303].

Вызывает интерес, но отнюдь не согласие очень размытое на наш взгляд, определение которое дают Л.ДЖ. Гитман и М.Д. Джонк. По их мнению, «Инвестиции - это любой инструмент, в который можно поместить деньги, рассчитывая сохранить или приумножить их стоимость, и/или обеспечить положительную величину дохода» [251].

Некоторые ученые рассматривают инвестиции «как обмен определенной сегодняшней стоимости на, возможно неопределенную, будущую стоимость» [119]. Близким по смыслу является определение процесса инвестирования в книге «Инвестиции» американских экономистов Уильяма Ф.Шарпа, Гордона Дж.Александера и Джеффри В.Бэйли. Они отмечают, что «в наиболее широком смысле слово «инвестировать» означает расстаться с деньгами сегодня, чтобы получить большую их сумму в будущем» [88].

Европейская методология исследования допускает распространение термина «инвестиции» и на «долгосрочные вложения в ценные бумаги, но, это допустимо, лишь в приобретении участия, отражающего возможность управлять корпорацией, и, следовательно, в этом случае такое вложение капитала есть инвестиции» [48].

Американская методология исследования «также ставит знак равенства между категориями «инвестиции» и «капиталовложения», при этом особо выделяя вложения в недвижимость» [48, 58].

В российской научной среде циркулирует множество определений термина «инвестиции». Рассмотрим некоторые из них. Так, И.А. Бланк определяет: «Инвестиции - вложение капитала в денежной, материальной и нематериальной формах в объекты предпринимательской деятельности с целью получения текущего дохода или обеспечения возрастания его стоимости в будущем периоде» [36], а другие «как долгосрочное вложение экономических ресурсов с целью



создания и получения чистой прибыли в будущем, превышающей общую начальную величину инвестиций» [69], «как вложение средств (внутренних и внешних) в различные программы и отдельные мероприятия (проекты) с целью организации новых, поддержания и развития действующих производств (производственных мощностей), технической подготовки производства, получения прибыли и других конечных результатов, например, природоохранных, социальных и др.»

М.Ю. Маковецкий отмечает еще более широкий характер инвестиций и формулирует следующее определение данному термину: «Инвестиции - это вложения сбережений всех участников экономической системы как в объекты предпринимательской и других видов деятельности, так и в ценные бумаги и иные активы с целью извлечения дохода (прибыли) или достижения положительного (социального) эффекта» [182].

В целом, представленные определения носят обобщенный характер и отражают понимание под инвестициями средств, вкладываемых в экономику (процессы и объекты), которые предназначены для обеспечения экономическими ресурсами (новые производственные фонды, прибыль) в будущем.

Вопросы регулирования отношений, связанных с инвестициями в отечественной практике, датируются от 10 декабря 1992 года, когда был принят первый вариант Закона Республики Таджикистан «Об иностранных инвестициях в Республике Таджикистан». В последующих периодах в связи с актуальностью активизации и стимулирования инвестиционной деятельности в стране были приняты как поправки, так и новый Закон Республики Таджикистан «Об инвестициях» от 3 августа 2018 года, который регулирует общественные отношения, связанные с инвестициями, и определяет организационные, финансовые, правовые, экономические основы стимулирования и государственной поддержки инвестиций. Согласно Закону Республики Таджикистан «Об инвестициях» уточнены следующие основные понятия:

-«инвестиции – вложение капитала инвестором в форме материальных и нематериальных активов на территории Республики Таджикистан в целях получения прибыли;

-инвестор – физическое или юридическое лицо, а также организация без образования юридического лица, осуществляющие инвестиционную деятельность на территории Республики Таджикистан;

-инвестиционная деятельность – инвестиционный процесс, включающий этапы подготовки, исполнения и управления инвестиционными проектами, связанными с инвестициями» [1].

В отечественной экономической литературе тематика исследования понятийного аппарата инвестиционной деятельности также вызывала научный интерес и имеет различные толкования, представленные в табл.1.2.1.

**Таблица 1.2.1. - Основные трактовки понятия «инвестиции» в отечественной научной литературе**

Год	Автор	Определение
2001	Разыков В.Р., Рахимов Ш.М., Сафаров С.Г.	долгосрочные вложения капитала в материальной, денежной или нематериальной (интеллектуальная собственность) форме с целью извлечения прибыли и (или) социального эффекта
2004	Тагоев Дж.Х.	вложение капитала ( в любой форме проявления) в предпринимательскую или любую другую деятельность (не противоречившую законам и законодательным актам страны, страны- реципиента или эмитента) с целью получения дохода (прибыли), или социального, экологического эффекта
2008	Бозоров Р.Б.	ценность материального и интеллектуального характера, вкладываемая в объект инвестиционной деятельности с целью получения прибыли или иного положительного эффекта, сопряженной с определенным риском и ограниченной во времени
2010	Бобоев А.А.	средства (в любой форме их приложения) многократно привлекаемые в сельскохозяйственное производство, способствующие увеличению производства сельскохозяйственной продукции, что ведет финансовому оздоровлению сельскохозяйственных предприятий, улучшению качества и мелиоративного состояния земель сельскохозяйственного назначения и улучшению условий жизни сельского населения
2011	Убайдуллоев А.М.	вложения денежных средств в основные и оборотные фонды предприятий (фирм), а также на покупку ценных бумаг с целью получения прибыли (дохода)
2011	Узакова Г.М.	затраты субъектов экономики на реальное имущество, интеллектуальную собственность и финансовые активы, приводящие к положительным или отрицательным результатам с течением времени в форме дохода или убытка

2013	Музаффаров Б.С.	процесс, деятельность, в ходе которого осуществляется преобразование ресурсов в затраты с учетом целевых установок инвесторов – получения дохода
2014	Комилов С.Дж.	вложения капитала в любые сферы деятельности, как внутри страны, так и за ее пределами с целью достижения выгоды
2019	Шарипов Ш.Р.	денежные, интеллектуальные и имущественные ценности, которые вкладываются в разные виды деятельности для получения дохода либо социальных эффектов
2020	Мирзоев П.И.	все виды права на имущество, включая денежные средства, ценные бумаги, производственно-технологическое оборудование и результаты интеллектуальной деятельности, принадлежащие инвестору на основе определенного титула, имеющие денежную оценку и вкладываемые им в качестве таковых в объекты предпринимательской или иной деятельности в целях получения прибыли (дохода) и (или) достижения иного значимого результата
2023	Зияева М.Д.	инвестиции – это ресурсы, нацеленные на достижение мультипликативных эффектов посредством направления на различные аспекты деятельности хозяйствующих объектов

*Источник: составлено автором*

На основе вышеизложенного можно сделать вывод о том, что существующие определения инвестиций не противоречат друг другу, более того они скорее дополняют, а иногда и дублируют друг друга. Из чего можно заключить, что экономическая природа инвестиций как вложения средств для достижения будущих выгод однозначно признается всеми авторами. При этом можно выделить несколько характеристик этой категории исходя из смыслового значения данного термина:

во-первых, инвестиции предполагают осуществление вложения средств в настоящем периоде, а отдача от них ожидается в будущих периодах, т.е. сопряжены с наличием определенного временного лага;

во-вторых, инвестиции всегда преследуют цель наращивания вложенных средств (прибыль) или приобретения дополнительных конкурентных эффектов (от лояльности потребителей до экологических эффектов);

в-третьих, инвестиции рассматриваются как вложения средств в различные формы капитала (основной, оборотный, финансовый, нематериальный, человеческий и т.д.), главным условием при котором является то, что этот капитал

действительно должен отвечать определяющему понятию «капитал» критерию, т.е. должен находиться в экономическом обороте;

в-четвертых, инвестиции в силу своей смысловой масштабности давно вышли из статуса сугубо экономического термина и имеют широкое применение в определении многих видов общественно-бытовой жизни граждан (инвестиции в детей, инвестиции на старость и т.д.).

Таким образом, авторская трактовка категории инвестиции, определяя экономическую сущность и роль инвестиций в микро и макро экономических разрезах, имеет следующий вид: ***инвестиции – это ресурсы, нацеленные на достижение мультипликативных эффектов, посредством направления на различные аспекты деятельности хозяйствующих объектов.***

Хотелось бы подчеркнуть некоторые моменты предложенного определения. Говоря об инвестициях следует отметить ресурсозатратный характер этой категории, т.е. имеет место экономический компромисс и макроэкономический денежный баланс. Второй момент акцентируем на микроэкономическом аспекте инвестиционных ресурсов, которые признаются таковыми на момент именно направления на развитие хозяйствующего объекта. После того как инвестиции будут внедрены и освоены на предприятии, они уже переходят в другую свою ипостась – собственный или уставной капитал объекта.

В отношении инструмента инвестирования автор полностью солидарна с многообразием представленных направлений – основной, оборотный, человеческий, нематериальный, цифровой капитал и еще вероятное множество других капиталов, которые могут возникнуть в ходе дальнейшего развития экономических отношений.

На основе вышеизложенного можно сделать вывод о том, что, несмотря на отдельные противоречия, большинство авторов сходится в мнении, что инвестиции представляют собой более широкий термин, чем капиталовложения и рассматривают вложения в ценные бумаги как самодостаточный инструмент инвестирования. Более того, в современных развитых рыночных экономиках значительная часть инвестиций – финансовые, а в практике первыми ассоциациями

термина инвестиции являются понятия «фондовый рынок», «акции», «ценные бумаги». То есть инвестиционные ресурсы могут быть направлены на различные стороны объекта инвестирования (его здания, оборудование, бренд, акции) и от этого они не теряют своей экономической сущности как экономического инструмента.

В современной теории и практике инвестиционной деятельности существуют различные критерии классификации инвестиций, при этом единого системного подхода в них не наблюдается, в связи с чем, часто наблюдается смешение различных терминов. Будучи сложной экономической категорией инвестиции, подразделяются на множество видов, однако, не умаляя достоинств других классификационных таблиц, выделим основные виды инвестиций (рис.1.2.2.).



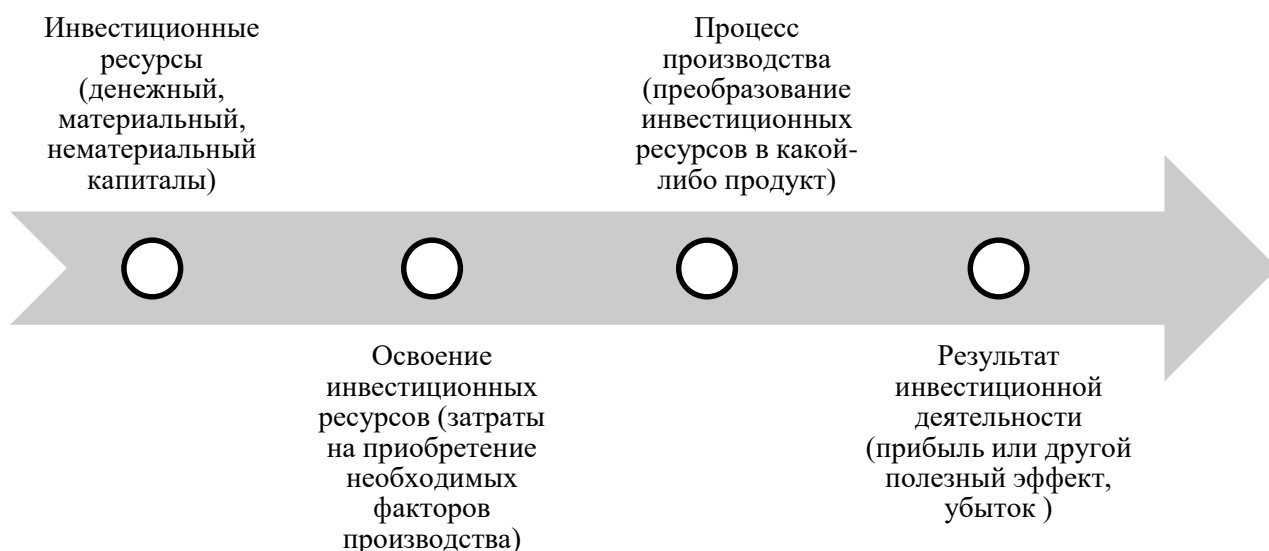
Источник: составлено автором

### Рисунок 1.2.2. - Классификация инвестиций

Особая роль, в представленной классификации, отводится зеленым и импакт-инвестиция. В актуальных условиях глобальных трендов экономического развития и поставленных Президентом страны Э. Рахмоном задач в Послании к народу и Правительству от 28 декабря 2023 года о переходе к 2038 году национальной

экономики полностью на «зеленое развития», вопросы исследования и привлечения зеленых инвестиций приобретает приоритетное значение.

Инвестиции, рассматриваемые в динамике, представляют собой инвестиционную деятельность. Инвестиционная деятельность – это процесс вложения инвестиционных ресурсов и осуществление практических мероприятий по их освоению, в целях получения прибыли или иного полезного эффекта. Инвестиции в динамике, т.е. в ходе осуществления инвестиционной деятельности проходят четыре основные стадии, которые по своей экономической природе можно считать схожими с классической схемой движения факторов производства  $D - T - D^* - B$  в данном случае можно в укрупненном виде преобразовать как  $IP - P - IP^*$ .



*Источник: составлено автором*

### **Рисунок 1.2.3. - Этапы инвестиционного процесса**

Несмотря на схожесть, а проще говоря, и полную идентичность стадий реализации инвестиционного процесса, представленную на рис.1.2.3. с процессом осуществления предпринимательской деятельности, стоит отметить о главном принципиальном отличии, которое состоит в том, что инвестиционная деятельность всегда предполагает привлечение и внедрение дополнительного капитала предпринимателем в ходе реализации своей хозяйственной функции. Независимо от какого источника – внешнего или внутреннего, инвестиции предполагают прирост авансированного капитала с целью получения или

максимизации прибыли и других эффектов. В то время, как предприниматель может осуществлять свою деятельность из года в год в рамках своего первоначального капитала, без привлечения инвестиций, инноваций и прочих изменений. Насколько это, скажется на его конкурентоспособности и жизнедеятельности его бизнеса, вопрос, скажем прямо, риторический.

Таким образом, инвестиционная деятельность, будучи одной из вариаций предпринимательской деятельности представляет собой наиболее эффективную модель ведения бизнеса с ориентацией на перманентный рост и совершенствование.

Субъектами инвестиционной деятельности могут быть физические и юридические лица, в том числе иностранные граждане, а также государства и международные организации. В первую очередь, под субъектами инвестиционной деятельности понимают инвесторов, т.е. лиц, принимающих решения и вкладывающие собственные, привлеченные или заемные средства в объекты инвестиционной деятельности. Иначе говоря, субъекты инвестиционной деятельности – это те, кто обладает инвестиционными ресурсами и намерением их вкладывать. Специфика инвесторов заключается в их отказе от немедленного потребления имеющихся средств в пользу удовлетворения собственных потребностей в будущем на новом, более высоком уровне.

Субъект инвестиционной деятельности может объединять в себе функции двух и более участников, при этом все субъекты можно разделить на основные – осуществляющие непосредственную реализацию инвестиционного проекта и второстепенные – обслуживающие процесс осуществления инвестиционных вложений.

К объекту инвестиционной деятельности относят тот объект, на который направлен процесс инвестирования, т.е. получатель инвестиционных ресурсов. В качестве *объектов инвестиционной деятельности в первую очередь относят предприятия, проекты, программы и прочие объекты, обладающие способностью генерировать прибыль.*

В свою очередь, понятие объект инвестиционной деятельности носит обобщенный характер, который следует конкретизировать с помощью имеющихся в его распоряжении инвестиционных продуктов или инвестиционных инструментов. Причем, понятия «объект инвестиционной деятельности», «объект инвестирования», «инвестиционный инструмент», «инвестиционный продукт», по нашему мнению, не следует противопоставлять друг другу, так как они несут идентичный смысловой посыл, поэтому не будем искать отличия в них, а напротив, остановимся на их единой экономической сущности как направления инвестирования.

***Инвестиционные продукты (или инструменты) представляют собой конкретизированные виды активов, в которые инвестор вкладывает ресурсы с целью их приумножения и получения прибыли.*** В роли инвестиционных продуктов могут выступать основные и оборотные фонды предприятия, его ценные бумаги (долевые и долговые), технологические разработки и патенты, кадры и трудовые ресурсы, нематериальные и цифровые активы предприятия, которые можно разделить на три основные группы: материальные, нематериальные (виртуальные, неосязаемые) и финансовые активы (табл.1.2.2.).

**Таблица 1.2.2. - Объекты инвестиционной деятельности**

Объекты инвестирования => Инвестиционные инструменты (продукты)		
Материальные активы:	Нематериальные активы:	Финансовые активы:
Здания и сооружения; Машины и оборудования; Транспортные средства; Земельные участки; Готовая продукция; Золото и т.д.	Патенты и лицензии; Цифровые продукты; НИОКР; Технология; Знания и квалификация; Бренд, гудвил и т.д.	Акции; Облигации; Дебиторская задолженность; Депозит; Денежные средства и т.д.

*Источник: составлено автором*

В общем виде можно констатировать, что если субъектом выступает лицо, обладающее инвестиционными ресурсами, то объектом служит то, куда субъект намерен вложить собственные (привлеченные) ресурсы, а конкретизация объекта инвестирования раскрывается в инвестиционных инструментах.

Выбор инструмента инвестирования является важным моментов в достижении целевой установки инвестиционной деятельности – получение



прибыли. Активные инвесторы в развитых странах обосновывают свое решение по выбору того или иного инвестиционного продукта после его тщательного изучения (рис.1.2.4.).



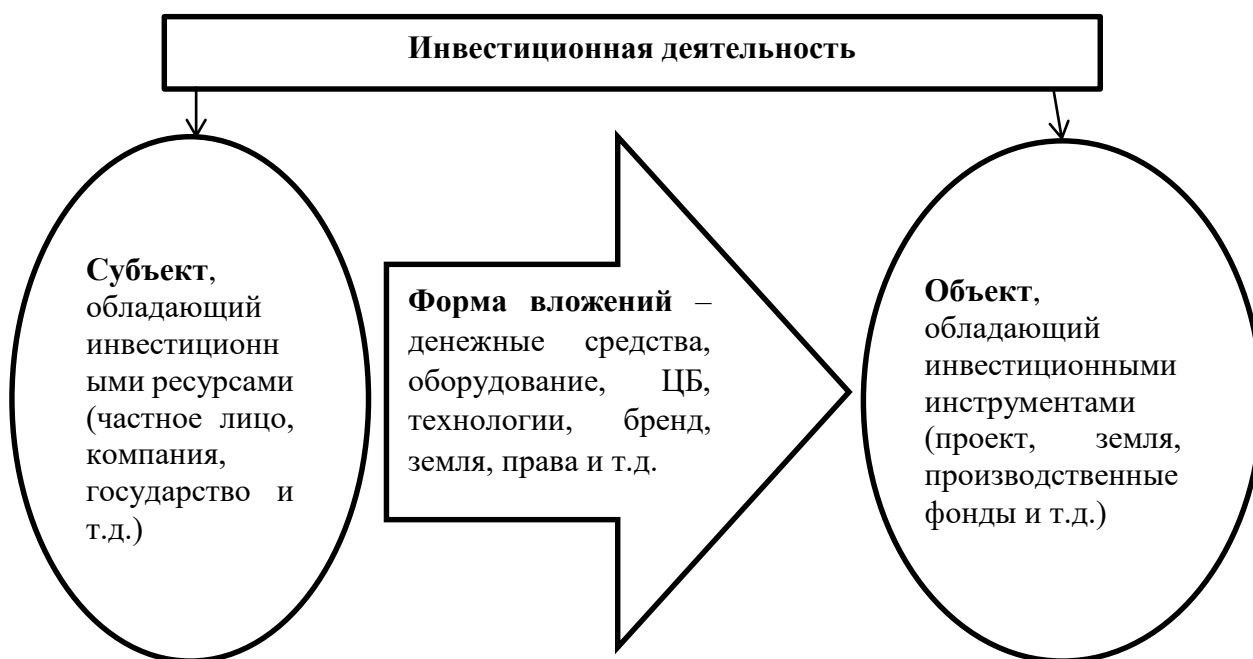
*Источник: составлено автором*

#### **Рисунок 1.2.4. - Критерии выбора инвестиционного продукта**

Наибольшее влияние на выбор инвестиционного инструмента оказывают как потенциальные риски, так и отношение самого инвестора к рискам; вслед за рисками инвестор анализирует рентабельность инвестиционного проекта; немаловажным является временной лаг, после которого инвестор может ожидать результаты по вложенным инвестициям; инвестиционные продукты могут быть нацелены, как на получение единоразового дохода, так и на периодические выплаты; ценовой диапазон инвестиционных продуктов может варьировать в широких пределах и должен быть гармонизирован с другими критериями; и наконец, валюта инвестирования в зависимости от степени своей инфляционной зависимости и других объективных макроэкономических особенностей может существенно влиять на конечные результаты инвестиционной деятельности.

Рассматривая инвестиционные инструменты как экономическую категорию в рамках понятийного аппарата инвестиционной деятельности следует видеть четкое отличие между схожим по своему видовому содержанию другому понятию – форма инвестиций. Инвестиции могут осуществляться в идентичных инвестиционным инструментам активах, т.е. материальные, нематериальные и

финансовые активы. Принципиальная разница заключается в том, что под инвестиционными инструментами следует понимать объект вложения, т.е. куда будут направлены инвестиционные ресурсы, а под формами инвестиций, то в какой форме будут осуществлены вложения этих самых инвестиционных ресурсов. Эти уточнения понятийного аппарата указывают на эффективную организацию инвестиционной деятельности в предпринимательских структурах (рис.1.2.5.).



*Источник: составлено автором*

### **Рисунок 1.2.5. - Основные элементы инвестиционной деятельности**

На данном этапе экономического развития вопросы инвестиционного обеспечения развития предпринимательских структур в промышленности также состоят в прямой зависимости от оценки инвестиционного потенциала и политики управления им. Так, по мнению С.Дж. Комилова и Ф.М. Гафарова: «Инвестиционный потенциал региона является главным условием инвестиционной привлекательности региона» [53]. Так, ряд ученых «инвестиционный потенциал региона рассматривают как совокупность объективных экономических, социальных и природно-географических и других факторов, способствующих привлечению инвестиций в регион» [30]. Ряд ученых считают, что «...под инвестиционным потенциалом следует понимать некоторым образом упорядоченную систему инвестиционных ресурсов, обеспечивающих достижение

эффекта синергии и получить выгоду от взаимодействия различных индикаторов...» [65].

Таким образом, инвестиционный потенциал следует рассматривать как важный фактор экономического роста и его инвестиционного обеспечения. Как отмечает академик Т.Н. Назаров, «факторы роста и эффективности экономики должны быть в тесной связи с системным подходом развития экономического потенциала страны, где особое место отводится финансовому и инвестиционному обеспечению развития человеческого капитала» [196]. В конечном итоге, достаточное инвестиционное обеспечения развития человеческого капитала обеспечит долгосрочный устойчивый инновационный экономический рост.

С.Дж. Комилов и Ф.М. Гафаров выражают следующее мнение об экономической сущности инвестиционного потенциала «...отражает степень возможности вложения средств в активы длительного пользования и включает в себя готовность региона по всем показателям экономических ресурсов и институциональных предпосылок для привлечения потенциальных инвесторов с целью удовлетворения своих потребностей и развития» [53]. В такой трактовке понятия «инвестиционный потенциал» достаточно ясно отражается его свойство как критерия качественной оценки развития инвестиционной среды.

По нашему мнению, можно выделить как минимум два подхода к определению понятия «инвестиционный потенциал». В первом случае, под инвестиционным потенциалом предполагают способность субъекта к осуществлению собственной инвестиционной деятельности, т.е. обеспеченность свободными средствами, которые предприятие (регион, государство) может направить на реализацию каких-либо инвестиционных проектов. В данном случае речь идет о степени финансовой и экономической состоятельности субъекта как потенциального инвестора, его способности расширять собственное дело или вкладывать средства в новые проекты, наряду с осуществлением своей основной деятельности.

Во втором случае, под инвестиционным потенциалом следует понимать способность субъекта (предприятие, регион, государство) предложить

потенциальному инвестору проект или совокупность имеющихся у него сырьевых, материально – технических, трудовых и прочих активов для взаимовыгодного сотрудничества, т.е. в отличие от первого варианта, где субъект рассматривается как потенциальный инвестор, в данной интерпретации субъектом будет выступать уже потенциальный объект инвестирования и оценка его частных потенциалов в ракурсе его инвестиционной привлекательности.

В целом, несмотря на две кардинально разные позиции в отношении одного и того же понятия можно сформулировать общее понятие, которое будет складываться по частным потенциалам оцениваемого субъекта.

Таким образом, *инвестиционный потенциал представляет собой комплексную экономическую оценку хозяйствующего субъекта (предприятие, отрасль, регион, национальная экономика) с точки зрения эффективного осуществления инвестиционной деятельности в целях достижения эффективного развития.* При этом стоит отметить, что составные (частные) ресурсные мощности (потенциалы) имеют тенденции к изменению, и соответственно, инвестиционный потенциал также следует рассматривать в динамике.

Широкое распространение в современной экономической литературе и практике наряду с понятием «инвестиционный потенциал» получали такие категории как «инвестиционный климат» и «инвестиционная привлекательность». Иногда эти термины используют как схожие понятия, однако, между ними есть существенная разница.

Исходя из лексики понятия «инвестиционная привлекательность» можно сделать вывод о наличии каких-либо благоприятных условий и характеристик объекта инвестирования, что может повлиять на выбор и предпочтения инвестора. На основании этого, можно предположить, что между инвестиционной привлекательностью и инвестиционным потенциалом есть связь, выраженная тем, что первое вытекает из второго.

Так, например, А.Н. Асаул и И.Н. Пасяда характеризуют инвестиционную привлекательность «как совокупность инвестиционного потенциала и

инвестиционных рисков» [30]. По нашему мнению, рассмотрение инвестиционной привлекательности с точки зрения наличия инвестиционных рисков более близко к понятию «инвестиционного климата».

М.Н. Крейнина отмечает, что инвестиционная привлекательность зависит от всех показателей, характеризующих финансовое состояние [56]. О тесной связи финансовой устойчивости объекта и его инвестиционной привлекательности также отмечает Э.И. Крылов [58]. Несомненно, что рентабельность предприятия всегда служит благоприятным фактором для потенциального инвестора, целью которого и есть приумножить свои вложения, однако, при анализе финансовой устойчивости учитывается наличие ресурсного потенциала предприятия.

По мнению Г. Прибытковой «инвестиционная привлекательность организации – это обобщенная характеристика с точки зрения перспективности, выгодности, эффективности и минимизации риска вложения инвестиций в развитие за счет собственных средств организации и привлеченных средств инвесторов» [213], другие отмечают как «объективная экономическая категория, характеризующая совокупность средств, обуславливающих поведение инвестора относительно отрасли, в конкретный момент времени» [237], «оценка объективных возможностей состояния объекта и направлений инвестирования, формируемая при подготовке принятия решения инвестором» [298], «обобщающая характеристика преимуществ и недостатков отдельных объектов инвестирования с позиций конкретного инвестора по формируемым им критериям» [79].

По нашему мнению, говоря об инвестиционной привлекательности уместным будет остановиться на преимуществах объекта инвестирования, но при этом можно допустить, что у различных инвесторов могут быть различные критерии, определяющие преимущественное положение того или иного объекта инвестирования. Несомненно, что отрицательные факторы и риски снижают объективные параметры инвестиционной привлекательности объекта, но исходя из семантики понятия, на наш взгляд, все же инвестиционная привлекательность представляет ту часть характеристик объекта, которые мотивируют на принятие решения в пользу реализации инвестиционной деятельности.

Рассмотрим подходы отечественных ученых-экономистов касательно категории «инвестиционная привлекательность». К.К. Давлатзода и Дж.С. Джумаев под инвестиционной привлекательностью региона подразумевают «совокупность положительных и отрицательных факторов, воздействующих на предпочтение инвестора в выборе объекта инвестирования, где положительные факторы превосходят отрицательные факторы и где отрицательные факторы легко устранимы» [138], а Дж.Х. Тагоев «инвестиционную привлекательность региона связывает с инвестиционным климатом региона и является ...результат сформировавшегося инвестиционного климата» [300]. Другая группа ученых «под инвестиционной привлекательностью подразумевают рейтинг страны, ее положительные достоинства, способные привлечь инвестиционные ресурсы» [50].

На наш взгляд, понятие «инвестиционная привлекательность» наиболее близко к последней формулировке и имеет следующий вид: ***инвестиционная привлекательность – это динамичная и в определенной степени субъективная оценка исключительно благоприятных, мотивационных составляющих условий осуществления инвестиционной деятельности, которые обладают потенциальной способностью для достижения инвестором целей по получению прибыли (эффектов).***

В данном определении под субъективностью оценки инвестиционной привлекательности, предполагается дифференциация критериев привлекательности в зависимости от предпочтений конкретного инвестора. Например, если для консервативного предпринимателя инновационность инвестиционного проекта будет ассоциироваться с инвестиционным риском, то для венчурного инвестора, наоборот, может стать определяющим триггером в пользу этого проекта.

Рассмотренные выше, категории инвестиционного потенциала и инвестиционной привлекательности являются подкастами наиболее широкого термина, характеризующего общее состояние инвестиционной среды. Большинство авторов сходятся во мнении, что категория «инвестиционный

климат» носит более емкий характер и отражает базовые свойства инвестиционной среды [40, 131, 197, 208].

Западная теория еще более углублено смотрит на экономическую природу этой категории и определяет инвестиционный климат как «экономические, финансовые и социально-политические условия в регионе, которые влияют на склонность инвестора не только инвестировать, но и брать кредиты или занимать» [319]. Имеет место макроэкономическое определение инвестиционного климата «как институциональные, политические и регулятивные факторы темпа и характер роста секторов экономики» [324].

В научной среде широкое распространение получили определения термина «инвестиционный климат» на основе различных коллабораций с такими дефинициями как «инвестиционный потенциал», «инвестиционные риски», «инвестиционная привлекательность», «инвестиционная активность».

Так, например, в понимании В. Е. Есипова и др. «инвестиционный климат - баланс инвестиционной привлекательности и инвестиционного риска» [47], а В. В. Кирюхин рассматривает понятие инвестиционного климата «как совокупность инвестиционной привлекательности и инвестиционной активности». Он говорит, что «инвестиционный климат предприятия или региона подразделяется на две составляющие: инвестиционная привлекательность и инвестиционная активность» [158]. В. И. Бережной в своем определении «увязывает инвестиционный климат с категориями «инвестиционный потенциал» и «инвестиционные риски», говоря о нем, как о наборе параметров, характеризующих потенциал страны (региона, отрасли, предприятия) по освоению инвестиций и риск их реализации, включая инвестиционный потенциал» [31].

Из вышеизложенного, не вступая в полемику, с каждым из представленных подходов отметим следующее:

Во-первых, инвестиционный климат – это категория макроэкономическая, которую применять следует как минимум на уровне региона или отрасли, но никак не в отношении отдельного предприятия. В то время, как термин «инвестиционная привлекательность» применим как на макро, так и на микро-уровнях.

Во-вторых, инвестиционный климат в общем виде можно рассматривать идентично предпринимательской среде или его части. Мы отмечали выше, что инвестиционная деятельность по своей природе является вариацией предпринимательской деятельности. Эффективная предпринимательская среда стимулирует развитие бизнеса, которое невозможно без активизации инвестиционной деятельности.

В-третьих, инвестиционный потенциал, как совокупность частных потенциалов (с учетом его сильных и слабых свойств) является составной частью инвестиционного климата, но при этом, только лишь его преимущественные свойства входят в инвестиционную привлекательность.

В-четвертых, инвестиционная привлекательность не может быть равнозначной инвестиционному климату ввиду того, что первое понятие отражает побудительные, мотивирующие (привлекательные) аспекты для инвестора, а второе понятие, рассматривается в совокупности – политических, социально-экономических, финансовых, организационно-правовых и географических факторов, как привлекающих, так и отталкивающих потенциальных инвесторов.

В-пятых, инвестиционные риски однозначно имеют место при определении и формировании инвестиционного климата, в то время как инвестиционная активность является результативным, оценочным показателем степени развитости инвестиционного климата.

**В-шестых, инвестиционный климат – это обобщенная характеристика совокупности экономических и неэкономических факторов, предопределяющих развитие не только инвестиционных процессов, но и макроэкономическое развитие страны, что делает его максимально схожим с предпринимательской средой.**

В-седьмых, сформируем следующее определение **инвестиционной деятельности, как процесса, в котором субъект, обладающий инвестиционными ресурсами (собственными, привлеченными) вкладывает их в объект инвестирования (его инвестиционные инструменты) с целью**



*получения прибыли и (или) иных результатов в рамках хозяйственной деятельности и с учетом сложившегося инвестиционного климата.*

Таким образом, проведенный анализ категориального аппарата, необходимый для смыслового разделения понятийного многообразия и уточнения их места в общем механизме инвестиционной и хозяйственной деятельности предпринимательских структур, позволил сформировать основные определения инвестиционной деятельности, которые основаны на взаимосвязи и взаимодополнении друг друга, а также выявлении качественных связей с предпринимательской деятельностью, которые базируются на идентичности целей, процессуального содержания и условий предпринимательской и инвестиционной среды для активизации инвестиционной и предпринимательской деятельности.

### **1.3. Условия формирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности**

Государственная политика, с ее регулятивной и координационной функциями, предопределяет условия и предпосылки для развития как предпринимательской и инвестиционной деятельности, так различных организационно-экономических механизмов. В контексте исследования условий формирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности важная роль также принадлежит государству и его участию в регулировании рыночных процессов, что обосновало необходимость изучения данного вопроса.

Современная научная мысль и приобретенный исторический опыт подтверждают, что, несмотря на все положительные моменты рыночной экономики, полная автономность и саморегулируемость рынка нереальна. Регулирующие, макроэкономическое пространство, функции являются прерогативой и должны остаться у государства. Кроме того, научно-техническая, структурная и инвестиционная политика, выработка и проведение в жизнь общих целей и принципов социальной политики, решение проблем экологии и многое

другое может найти оптимальное развитие именно в государственной компетенции, где будет обеспечен комплексный, системный подход. При этом государственная политика определяется не только сугубо экономическими факторами и условиями, но и формируется под влиянием социально-культурных и ментальных особенностей страны. При этом степень и меры государственного регулирования находятся в тесной зависимости от уровня развития рыночного механизма и общественных отношений, при этом постоянными остаются общие, макроэкономические цели, которые связаны с достижением экономического роста, обеспечение максимальной занятости и минимальной инфляции, экономической и социальной эффективности.

Для понимания регулирующей роли государства в современных условиях рассмотрим эволюцию теоретических представлений о роли государства в экономике на разных исторических этапах развития и преобладающих экономических школах в представленной выше табл.1.3.1.

**Таблица 1.3.1. - Эволюция представлений о роли государства в экономике**

Научная школа, представители	Период основания	Оценка роли государства
Меркантилизм Т.Ман, Дж.Стюарт	1630 гг.	Активное вмешательство, протекционизм, преобладание экспорта над импортом
Классическая политэкономия А.Смит, Дж.Милль	1776 гг.	Невмешательство в экономику, обоснование «невидимой руки», исполнение социальной политики
Неоклассицизм А.Маршал, А.Пигу	1870 гг.	Невмешательство в экономику, поддержка конкуренции, активизация фискальной функции государства
Кейнсианство Дж.М.Кейнс	1936 гг.	Активное регулирование посредством денежно-кредитной и бюджетной политики, государственное предпринимательство
Неокейнсианство Р.Харрод, Е.Домар	1950 гг.	Необходимость государственного регулирования как фактор обеспечения экономической стабильности
Монетаризм М.Фридман	1950 гг.	Регулирующая роль государства в экономике должна быть ограничена контролем над денежным обращением

Неоинституционализм Р.Коуз, Д.Норт	1970 гг.	Рациональное государственное вмешательство, усиление правовое регулирования экономики
Неолиберализм Ф.фон Хайек	1980 гг.	Ограничение вмешательства, допускает государственное регулирование для установления принципов конкуренции и законов свободного рынка
Неоклассический синтез П.Самуэльсон, Дж.Хикс	1980 гг.	Регулирование экономики посредством денежно-кредитной политики и поддержание благоприятной конкурентной среды

*Источник: составлено автором*

Государственное регулирование экономики осуществляется в целях совершенствования условий социально-экономического развития. Для достижения наилучшего результата необходимо чтобы государственная политика регулирования экономики была научно-обоснованной, известной и понятной обществу, комплексной, а также закреплённой законодательно и организационно. Это можно наблюдать, анализируя составные элементы государственного регулирования экономики, представленные на рис.1.3.1.

Инвестиционное обеспечение развития промышленности является важнейшим условием обеспечения экономического роста национальной экономики. В современном мире, где мировая повестка развития диктуется такими глобальными концепциями как Индустрия 4.0, 6-й технологический уклад, наукоёмкая и циркулярная экономика, цифровая и зелёная экономика, Повестка целей устойчивого развития ООН, инструментарий государственного регулирования экономики должен оперативно и адекватно реагировать актуальным трендам развития



*Источник: составлено автором*

**Рисунок 1.3.1. - Составные элементы государственного регулирования экономики**

Многие авторы сходятся во мнение, что роль государства в период структурных преобразования, принятия новых парадигм многократно возрастает,

и важной составляющей является обеспечение эффективных условий для инвестиционного развития, формирование и совершенствование механизмов инвестиционного обеспечения, которые отвечают новым трендам развития. Так, по мнению В.Ю. Цибульникова: «Мировым опытом подтверждено, что без активной регулирующей роли государственных институтов не может быть динамично развивающейся, базирующейся на современных научно-технических достижениях социально ориентированной рыночной экономики» [86].

В.В. Рубин высказывает мнение о том, что «ответственность за эффективность развития экономики в определенной степени также может и должно быть возложено на государство, так как эффективность деятельности предприятий, функционирующих в экономике, складывается не только под воздействием рыночного механизма, но и государственного воздействия» [222].

Структурная реструктуризация, связанная с реализацией обозначенного выше курса, естественно, будет связана с необходимостью масштабной инвестиционной вовлеченности всех участников. При этом государственное участие приобретает центральное значение, которое предполагает, во-первых, разработку основных документов, регламентирующих общие направления развития; во-вторых, формирование благоприятных условий для развития предпринимательства и инвестиционной деятельности; в-третьих, создание предпосылок, условий и стимулов для формирования организационно-экономического механизма инвестиционного обеспечения предпринимательства в промышленности; в-четвертых, финансовом или ином ресурсном участии в развитии экономики. В этих условиях характерно активное государственное участие в экономике, принятие многочисленных мер формирующего и корректирующего характера, координации деятельности государственных институтов, проведение динамичной налоговой, структурной, бюджетной и прочих политик, а также поиска более эффективных форм функционирования рыночного и инвестиционного механизма.

В настоящее время Республика Таджикистан официально объявив об окончании переходного этапа в своем развитии, представляет себя как страна с

развивающейся рыночной экономикой, которая ориентирована на инновационное развитие и поддерживает становления парадигмы научно-технологического развития, развития искусственного интеллекта, цифровизации экономики и переход к зеленым, устойчивым технологиям. Приверженность к перечисленным направлениям в развитии отечественной экономики многократно отмечаются в ежегодных Посланиях Главы государства – уважаемого Э.Рахмона на протяжении ряда лет. В настоящее время в стране реализуется Стратегия развития зеленой экономики на 2023-2037 годы, которая предполагает финансирования со стороны государственного бюджета, финансовых организаций, партнеров по развитию и частного сектора.

Исходя из этого, можно заключить, что перед отечественной экономикой стоят достаточно серьезные задачи, связанные со структурной перестройкой национального хозяйства страны, при которой приоритет будет отдан на активное развитие промышленных отраслей. Постановка вопроса об индустриализации экономики Таджикистана, как четвертой стратегической цели развития страны вполне оправдывает себя ожидаемыми эффектами от такой политики. Увеличение промышленного производства обладает эффектом мультипликатора, который выражается в расширении товарного предложения, росте занятости и доходов населения, пополнении бюджетов, интенсификации и инновационной ориентации экономики, максимальной отдаче всех факторов производства, и в конечном итоге, повышении уровня и качества жизни населения.

В ходе индустриализации в обществе происходят перемены не только в укладе производственных процессов, но и меняются его мировоззрение, ментальные и культурные ценности, ускоряются развитие науки и техники, создаются и расширяются города, улучшаются социально-бытовые аспекты жизнедеятельности людей. Индустриализация предполагает расширенное вовлечение трудовых ресурсов в общественное производство, причем если при аграрном типе занятости сохраняются крупные резервы рабочей силы низкой квалификации, то промышленный или индустриальный тип занятости носит полиструктурный характер.

При этом основными барьерами, препятствующими развитию промышленности в Таджикистане, являются несовершенство существующей системы инвестиционной деятельности, нормативно-правовой базы для внедрения новых форм и механизмов для инвестиционной активности, слабость организационно-экономических механизмов продвижения эффективных инвестиционных технологий и финансовой грамотности участников, несовершенство методологических аспектов финансово-экономической и интегральной оценки процессов инвестирования.

В этом контексте особую значимость приобретает наличие условий для формирования адекватного современным трендам механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности.

Механизм инвестиционного обеспечения представляет собой сложную систему инструментов и методов, направленных на обеспечение инвестиционной деятельности с целью минимизации рисков и обеспечения устойчивости инвестиционного процесса. Этот механизм включает в себя не только финансовые инструменты, но и юридические, организационные и управленческие мероприятия. В качестве финансовых инструментов инвестиционного обеспечения выступают различные виды гарантий, обеспечение, поручительства, страхования и другие финансовые инструменты, предназначенные для минимизации рисков инвестирования. Кроме того, механизм инвестиционного обеспечения как комплексная система охватывает методы финансового анализа, моделирования рисков и прогнозирования результатов инвестиционных решений. Однако, наряду с финансовыми инструментами, механизм инвестиционного обеспечения включает в себя и юридические аспекты. Это предполагает разработку и заключение договоров, правовое обеспечение инвестиционных сделок, защиту интеллектуальных прав и другие аспекты юридической поддержки инвестиционной деятельности. Организационные и управленческие аспекты механизма инвестиционного обеспечения связаны с созданием эффективной системы управления рисками, контролем качества инвестиционных решений, а также с организацией системы внутреннего аудита и контроля. Таким образом,

механизм инвестиционного обеспечения представляет собой комплексную и многоуровневую систему, направленную на обеспечение устойчивости и эффективности инвестиционной деятельности, а также на минимизацию рисков, связанных с инвестированием. Кроме того, инвестиционное обеспечение в качестве функционирующего механизма следует рассматривать как цикличную систему, ориентированную на генерацию новых инвестиционных ресурсов и их реинвестирование.



*Источник: составлено автором*

**Рисунок 1.3.2. - Составные элементы механизма инвестиционного обеспечения**

Несомненно, что наиболее серьезным препятствием на пути эффективного развития отраслей промышленности является слабая инвестиционная активность, как отечественных, так и иностранных инвесторов, и ряд перечисленных выше барьеров. Однако, достижение целей по ускоренной индустриализации, предполагающий переход от аграрно-индустриального типа экономики к индустриально-аграрному в Таджикистане обусловлен рядом неблагоприятных факторов, исследование которых позволит определить «узкие места» и ориентиры для формирования условий для активизации инвестиционных процессов в промышленности. Исследование этих факторов, следует начать с застарелых,



исторически сложившиеся, ориентиров экономического развития региона. Во-первых, изначально в составе СССР экономика Таджикистана была наименее диверсифицирована среди экономик стран Центральной Азии и имела выраженный аграрный характер, а последующий распад СССР и разрыв межхозяйственных связей способствовали еще большему спаду промышленного производства и деиндустриализации. Кроме того, сильное негативное влияние на экономическое развитие страны в целом, и промышленного сектора в частности, оказала Гражданская война.

Во-вторых, либерализация торговли и снятие ограничений на импорт потребительских товаров, которые были присущи ранним этапам становления независимости страны, также имели негативное влияние на развитие отраслей промышленности. И, хотя, данная политика, на тот момент оправдывала поставленную цель – решение проблемы бедности, посредством вовлечения широких масс в коммерческое предпринимательство, это, тем не менее, породило множество последствий отрицательного характера в среднесрочной и долгосрочной перспективе, которые мы сейчас и наблюдаем. В настоящее время экономическая политика государства ориентирована на ликвидацию последствий той либерализации, что выражено в повышении таможенных пошлин, наращивании экспортного потенциала страны, создании структурных подразделений на высшем уровне для поддержки отечественной промышленности и выравнивании торгового баланса национальной экономики.

Следующей немаловажной причиной деиндустриализации экономики и спада отечественного производства отметим рентоориентированную модель поведения большинства хозяйствующих субъектов. При таком поведении аккумулируемые денежные средства предпринимателей и сбережения граждан, в первую очередь, направляются не на расширенное воспроизводство производственных мощностей и инновационное развитие, а предпочтительным оказывается капитализация в форме приобретения недвижимости и прочих непромышленных объектов с целью получения пассивного дохода. В долгосрочной

перспективе такие тенденции имеют негативное воздействие на формирование «качественного» класса предпринимателей-производственников.

Исходя из этого, вытекают следующие факторы, отрицательно воздействующие на решение проблемы индустриализации национальной экономики, к которым относятся недостаток квалифицированных кадров, необходимых для обеспечения поступательного развития отраслей промышленности, смещение приоритета при выборе специальности от точных наук к гуманитарным, и в целом, ухудшение качественных характеристик образования по всем направлениям. Соответственно, такие тенденции в системе образования не могут служить индустриальному перерождению экономики страны и составить эффективный инновационно-технический потенциал для реализации поставленных целей.

Формирование эффективного и действенного механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур, рассматриваемых как основной субъект реализации хозяйственных функций в экономике, является обязательным элементом прогрессивного развития национальной экономики и достижения необходимых отраслевых, структурных преобразований. Масштабное и длительное инвестирование в основной капитал промышленных отраслей способно вызвать положительный рост основных показателей и скорректировать национальную экономику в соответствии с заданными целями. Это может быть достигнуто посредством следующих моментов:

Во-первых, самым значимым результатом активной инвестиционной деятельности является прогрессивное изменение технологической структуры. Инвестиции, направленные на интенсификацию и технологичность, способствуют качественному росту экономического потенциала, конкурентоспособности и промышленному скачку.

Во-вторых, меняется отраслевая структура производства. Прежде всего, инвестиции усиливают экономический рост, проявляющийся в росте объемов производства. «На первом этапе предприятия предпочитают вкладываться в отрасли и производства с быстрым сроком окупаемости и обеспечением высокой

конкурентоспособности. Однако по мере роста капиталовложений уровень доходности инвестиций начинает снижаться. Такая ситуация вынуждает предпринимателей искать новые сферы приложения капитала. И первоначально непривлекательные фондо-, материало-, энергоемкие отрасли с течением времени получают свое инвестиционное развитие. Важно также учитывать, что если развитие тех или иных подотраслей идет под влиянием научно-технического прогресса, то расширение инвестиционного спроса приводит не к снижению, а, напротив, повышению уровня дохода на капитал» [247].

В-третьих, «всплеск инвестиционной активности через определенный промежуток времени приводит к снижению средних издержек производства при увеличении выпуска продукции. Такая ситуация привлекательна для предприятий и увеличивает их присутствие в той или иной отрасли. Это оптимизирует организационно-экономическую структуру хозяйствующих субъектов и ведет к расширению капитального запаса» [29].

В-четвертых, «существенным последствием активной инвестиционной деятельности являются структурные сдвиги в институциональной сфере. Как правило, институциональные сдвиги формируют совокупность специализированных институтов (инвестиционные фонды и компании, инновационно-технологические центры, бизнес-инкубаторы, технопарки и пр.), получают дополнительный импульс к развитию те единицы экономической структуры, которые способны ориентироваться на обслуживание инвестиционного процесса (банки, страховые компании, аналитические центры и пр.). Происходящая под воздействием наращивания инвестиций, эволюция институциональной среды порождает фундаментальные изменения внутри предприятий, которые ставят перед собой абсолютно новые задачи, связанные с реинжинирингом» [29].

В-пятых, «расширение капитального запаса влечет за собой активное развитие инвестиционных процессов, которые стремятся охватить новые сферы и территории, в том числе слаборазвитые регионы». Такой сценарий, несомненно, будет способствовать выравниванию экономического развития и решению

проблемы территориальной асимметрии, которая особо остро стоит в развивающихся странах.

Очевидно, что формирование эффективного механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности отвечает поставленным перед страной целям и является обязательным условием устойчивого и качественного развития экономики.

О том, что предпринимательская деятельность оказывает положительное влияние на состояние экономики в целом, способствует ее устойчивому развитию, росту конкурентоспособности национальной экономики, формирует бюджет страны, увеличивает занятость населения, насыщает рынок разнообразными товарами и услугами, укрепляет национальную валюту, понимают и принимают все без исключения. Прагматическая концепция деятельности предпринимательских структур в условиях рыночной экономики является оптимальным вариантом дальнейшего экономического развития.

Формирование механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур, представляя собой систему методов, инструментов и ресурсов, используемых для привлечения инвестиций и обеспечения финансовой устойчивости предприятий и организаций в промышленном секторе, не может быть одномоментным и носить директивный характер. Он включает в себя различные формы финансирования, инвестиционные программы, стратегии привлечения инвесторов, а также механизмы гарантирования инвестиций и обеспечения их доходности. Кроме того, как мы отмечали должны быть обеспечены цикличность и процессы реинвестирования, все это предполагает длительные и долгосрочные ориентиры, в результате которых будут сформированы адекватные закономерности, инвестиционная и предпринимательская культура.

В этом контексте, считаем уместным отметить следующие принципы государственной политики по созданию условий для формирования эффективного механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности:

✓ Комплексность предполагает, что национальная экономика должна рассматриваться как совокупность взаимосвязанных и взаимообусловленных элементов, в которой развитие и стимулирование одного из них не может осуществляться изолировано. Например, инвестиционное обеспечение предпринимательских структур в промышленности связано, с такими направлениями как развитие предпринимательства и бизнес-среды, науки и образования, финансового рынка, промышленной инфраструктуры и т.д.

✓ Системность означает, что принимаемые государством меры по регулированию и стимулированию не могут носить разовый характер, они должны быть реализованы в виде различных систематических механизмов, планов и программ средне и долгосрочного характера.

✓ Для того чтобы принимаемые меры оказались действенными и принесли ожидаемый эффект, важным моментом является создание условий для реализации принятых мер, т.е. принцип своевременности предполагает, что условием эффективного государственного регулирования является создание предпосылок и условий для реализации конкретных мер экономической политики. Например, при отсутствии качественного предпринимательского сословия даже масштабные инвестиционные вливания не могут решить задачи по ускоренному развитию промышленного сектора в перспективе.

✓ Прагматизм или экономический компромисс как принцип государственного регулирования экономики в условиях рыночной модели хозяйствования предполагает учет экономической заинтересованности всех участников регулируемого процесса. Каждая сторона должна понимать и иметь возможность получения прибыли, иметь свой экономический стимул, и если для государства иногда достаточно социального эффекта, то для хозяйствующих субъектов естественным является иметь материальный интерес.

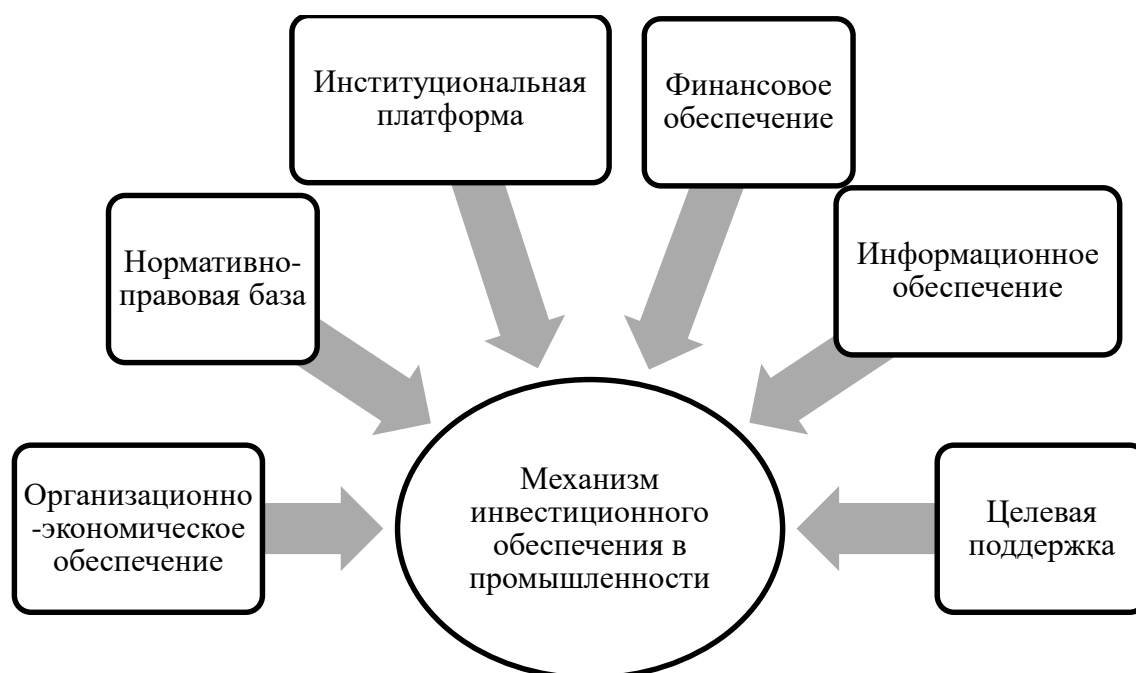
✓ Наличие индикативной системы показателей учета развития экономики и в целом и ее отдельных отраслей является необходимым механизмом оценки как самого уровня экономического прогресса (регресса), так и экономической политики государства. Без контрольной составляющей по исполнению и

результатам государственного участия невозможно судить об его эффективности. В данном вопросе важным моментом является объективность и достоверность учетных данных по периодам реализации программ, при этом оценка должна быть не только абсолютной, но и иметь относительные, сравнительные и интегральные показатели анализа.

✓ Информационное освещение целей, задач, механизмов и инструментов государственного участия в экономике государства является важным аспектом для достижения слаженной и действенной реализации экономической политики государства. Кроме того, информационная открытость способствует развитию информационной инфраструктуры, широкомасштабному ознакомлению хозяйствующих субъектов с принимаемыми государством различных мер поддержки и развития.

Остановимся более подробно на условиях формирования эффективного механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности и расценивая инвестиции как важнейший структурообразующий фактор, рассмотрим механизм инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности как совокупность взаимоувязанных форм, методов и рычагов, способствующих удовлетворению потребности в инвестиционных ресурсах. Содержательно данный механизм состоит из следующих элементов, которые одновременно можно рассматривать и как условия формирования этого механизма (рис.1.3.3.).

Комплексный подход к инвестиционному обеспечению предпринимательских структур в промышленности позволит создать предпосылки для активного развития инвестиционного процесса при этом роль государства как регулятора и архитектора эффективной и оптимальной модели экономического развития в условиях развивающейся экономики определяется как важнейшая.



*Источник: составлено автором*

**Рисунок 1.3.3. - Условия формирования эффективного механизма инвестиционного обеспечения в промышленности**

С учетом этого для форсирования развития инвестиционной сферы и успешного формирования и функционирования механизма инвестиционного обеспечения необходимо предпринять следующие шаги:

1. Нормативно-правовое обеспечение и формирование эффективной законодательной базы является первоочередным в создании условий для успешного проведения не только инвестиционной деятельности, но и в целом хозяйственной деятельности. Поскольку именно правовая среда определяет правила взаимодействия экономических субъектов по поводу движения инвестиционных ресурсов. Верховенство законов и оптимизация регламента, предоставление закрепленных законодательством страны гарантий, прав и поддержки предпринимательских структур, независимо от их резидентства, является исходной точкой принятия решений по организации бизнеса и капиталовложений.

2. Институциональная платформа предполагает формирование и развитие целого ряда институтов, отражающих экономические интересы предпринимательских структур и других участников инвестиционного процесса. От того насколько развита институциональная составляющая в экономическом

пространстве зависит эффективность интеграции и регламентации хозяйствующих субъектов, их информированность и обеспеченность необходимыми средствами, регулирование и контроль исполнения принимаемых мер. Институты по своей природе являются индикаторами и катализаторами формализованного протекания инвестиционного процесса.

3. Организационно-экономическое обеспечение предполагает формирование многоуровневой системы управления инвестиционной деятельностью с реализацией функций планирования, координации, мотивации и контроля. Организационно-экономический механизм инвестиционной деятельности должен сочетать удобство, рационализм, логическую последовательность и прозрачность правового и процессуального течения инвестиционного процесса, а также создание таких условий для инвестирования, где возможность получения прибыли должна быть наиболее максимальной.

4. Финансовое обеспечение заключается в определении потребности отрасли в инвестициях, установлении потенциальных источников финансирования и их привлечении в инвестиционный процесс. Стабильное развитие финансовых рынков и диверсификация источников привлечения инвестиций является неременным условием эффективного функционирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности.

5. Информационное обеспечение в современных условиях играет важную роль в активизации и повышении результативности инвестиционной деятельности. Это может быть обеспечено посредством создания единого инвестиционного банка данных, позволяющего аккумулировать информацию о состоянии, тенденциях и проблемах инвестиционного процесса, внедрение инвестиционного маркетинга, проведение нетворкинга и других мероприятий, связанных с привлечением широких масс и средств массовой информации.

6. Целевая поддержка как предпринимателей, занятых в промышленности, так и выделение промышленного сектора как приоритетного направления инвестиционного развития должна носить масштабный характер. Промышленность и задачи, поставленные перед ней, имеют достаточно амбициозный характер,



следовательно, преимущества и преференции для предпринимательских структур, занятых в реальном секторе также должны иметь безусловный характер. Следует более точно проводить увязку между инвестиционными процессами и точками промышленного роста в экономике, выделяя при этом как основообразующий фактор качественного и устойчивого развития страны - вложения в образование и интеллектуальный капитал.

Таким образом, можно заключить, что предпосылки для формирования новых инвестиционных технологий по привлечению ресурсов, обеспечению и развитию промышленности вызваны в первую очередь современными глобальными трендами и стратегическими целями по ускоренной индустриализации отечественной экономики, которые требуют расширения и совершенствования нормативно-правовой базы, инфраструктурных институтов инвестиционной поддержки, системы коммерциализации инвестиций и методологии их оценки, целевой поддержки для направления инвестиционных потоков в приоритетные отрасли экономики страны.

В целом, исследование теоретических основ инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности позволило: заключить, о наличии выраженной зависимости инвестиционной составляющей с обеспечением экономического роста; систематизировав категории понятийного аппарата инвестиционной деятельности, сформулировать авторские трактовки основных понятий; а также на основе осмысления составных элементов механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности определить условия его формирования.

## **ГЛАВА 2. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ МЕХАНИЗМА ИНВЕСТИЦИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИХ СТРУКТУР В ПРОМЫШЛЕННОСТИ**

### **2.1. Принципы интегральной оценки механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур**

Инвестиционная деятельность является обязательным условием для обеспечения эффективного функционирования национальной экономики и предпринимательских структур, стремящихся к росту и успешному развитию. Рациональный и оптимально выстроенный процесс инвестирования обеспечивает достижение целей по повышению рентабельности осуществляемой деятельности, возникновению эффектов мультипликатора и акселерации. Кроме того, эффективный механизм реализации инвестиционной деятельности на всех уровнях хозяйствования лежит в основе достижения целей по устойчивому развитию.

Говоря об эффективности инвестиционного механизма, как системообразующего и макроэкономического процесса следует обратить внимание на интегральную оценку результатов инвестиционного процесса, а не ограничиваться исследованием эффективности отдельных инвестиционных проектов.

Так, некоторые российские ученые в этом контексте отмечают, что для осуществления инновационного воспроизводства и обновления основного капитала предприятий и организаций, повышения инвестиционной привлекательности российской промышленности и качественной структуры капитальных вложений необходимо совершенствовать подходы к оценке эффективности инвестиций [252].

Это предопределяет значимость формирования методологических подходов к оценке инвестиционных процессов, информационно-методического обеспечения анализа эффективности инвестиционной деятельности и инвестиционной привлекательности, а также принципов, критериев и методов интегральной оценки инвестиционной деятельности и инвестиционного механизма.

В экономике вопрос об эффектах и эффективности процессов также является объектом внимания, учет абсолютных и относительных значений является обязательным при принятии производственных и предпринимательских решений. И если абсолютные величины дают первичную оценку результатов, относительные – вторичную, то в свою очередь, интегральная оценка дает обобщенную, еще более подробную характеристику процесса. Это можно интерпретировать как всесторонний анализ эффективности исследуемого процесса, учет всех вытекающих эффектов и последствий. Нередко на практике наблюдается ситуация, когда принятые решения имеют высокие эффекты в одном аспекте, но при этом сопровождаются колоссальными убытками в другом направлении, или эффекты в кратко и среднесрочном периодах преобразуются в дефекты в долгосрочном периоде. Такой подход в оценке, связанный с сопоставлением результатов как во времени, так и в комплексном разрезе, позволяет заключить о преимущественности методики интегральной оценки.

О необходимости обобщенной интегральной оценке инвестиционных решений на промышленных предприятиях отмечают М.С. Кувшинов, Н.С. Комарова и М.И. Бажанова [173], «которые определяют, что для оценки эффективности инвестиционных проектов требуется всесторонняя комплексная оценка, учитывающая интересы всех участников проектов. Ими предложена методика интегральной оценки эффективности, учитывающая влияние инвестиционных проектов в совокупности на производственно-хозяйственную деятельность, на показатели финансового состояния и экономическую (коммерческую) эффективность».

В упрощенном виде решением вопроса может быть единый общий «интегральный показатель эффективности инвестиционного проекта, который будет всесторонне оценивать проект, представляя собой совокупность различных показателей:

$$\mathcal{E}_{\text{инт}} = \mathcal{E}_{\text{п}} + \mathcal{E}_{\text{ф}} + \mathcal{E}_{\text{э}}, \quad (2.2.1)$$

где Эинт - обобщенный интегральный показатель эффективности инвестиционного проекта, Эп - обобщенный показатель, характеризующий влияние инвестиционного процесса на производственную деятельность предприятия, Эф – обобщенный показатель, характеризующий влияние инвестиционного процесса на финансовые результаты и показатели финансового состояния предприятия, Ээ - обобщенный показатель экономической (коммерческой) эффективности инвестиционного проекта» [173].

Подробнее слагаемые представленной формулы раскрываются в следующем виде:

$$\text{Э}_\Pi = V_1 \Phi_0 + V_2 K_{рд} + V_3 \Pi, \quad (2.2.2)$$

$$\text{Э}_\Phi = V_4 K_\Pi + V_5 K_\text{л} + V_6 K_\text{уст}, \quad (2.2.3)$$

$$\text{Э}_\text{э} = \frac{\bar{\text{Э}}_{\text{нвнд}} + \bar{\text{Э}}_{\text{нчдд}} + \bar{\text{Э}}_{\text{нид}}}{\bar{\text{Э}}_{\text{нток}}}, \quad (2.2.4)$$

где «Φо - фондоотдача, Крд - коэффициент рыночной доли, Π - производительность труда, Кп - коэффициент прироста прибыли, Кл - коэффициент общей ликвидности, Куост - общий коэффициент финансовой устойчивости предприятия, Энвнд - нормированный показатель внутренней нормы доходности, Энчдд - нормированный показатель чистого дисконтированного дохода, Энид - нормированный показатель индекса доходности, Энток - нормированный показатель периода окупаемости, Ток и V - коэффициенты весомости. Коэффициенты весомости V определяются методом анализа иерархий» [150].

Предложенная модель предполагает создание унифицированного интегрального показателя оценки эффективности инвестиционной деятельности, которая основывается на подборе и комплексном сочетании различных видов критериев, с последующим сведением результатов анализа в единый показатель на

основании весов каждого из используемых критериев. Такой подход видится нам крайне удобным, однако, вероятные просчеты на каком-либо этапе могут исказить значение итогового показателя.

Многообразие подходов к оценке инвестиционной деятельности варьирует также в зависимости от различных уровней управления – макроэкономическом, т.е. на уровне государства и его звеньев и микроэкономическом, т.е. на уровне отдельного предприятия и субъекта предпринимательской деятельности.

Несомненно, различные иерархические уровни предъявляют к оценке инвестиционной деятельности специфические требования, однако целями и критериями эффективности инвестиционной деятельности на всех уровнях является обеспечение экономичности, продуктивности и результативности инвестиционной деятельности. Интегральная оценка инвестиционной деятельности как раз и сможет выступить в форме обобщенного оценочного критерия. Как было представлено в вышеприведенной формуле интегральная оценка представляет собой сумму различных эффектов инвестиционной деятельности, т.е. независимо от того какими будут слагаемые совокупная сумма этих показателей и составит величину интегральной оценки. На уровне отдельного предприятия это будут абсолютные и относительные показатели результатов деятельности предприятия, на уровне регионов и страны – макроэкономические показатели, связанные с инвестиционными процессами (объем инвестиций в основной капитал на душу населения, доля инвестиций в основной капитал в ВРП и ВВП, индекс физического объема инвестиций в основной капитал, объем собственных средств в структуре инвестиций в основной капитал и т.д.). В целом, сохраняя суть и подход в расчете интегральной оценки, будут применяться различные слагаемые, в зависимости от уровня и специфики анализа инвестиционной деятельности. Представим, интегральную оценку эффективности механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур на рис. 2.1.1.

Коммерческая эффективность	<ul style="list-style-type: none"> <li>• предполагает учет финансовых последствий от реализации инвестиционной деятельности. В данном случае, учитывается не только прибыль, но и расширение инвестиционных возможностей и привлечение новых инвестиций</li> </ul>
Экономическая эффективность	<ul style="list-style-type: none"> <li>• предполагает учет соотношения финансовых результатов к осуществленным затратам, т.е. обоснование экономической оптимальности принятых инвестиционных решений</li> </ul>
Бюджетная эффективность	<ul style="list-style-type: none"> <li>• предполагает учет последствий инвестиционной деятельности на соответствующие бюджеты. В современных условиях предпринимательские структуры как основные налогоплательщики обязаны учитывать влияния своих инвестиционных решений на бюджет</li> </ul>
Социальная эффективность	<ul style="list-style-type: none"> <li>• предполагает учет влияния инвестиционного процесса на расширение возможностей гражданского общества, эффективность качества жизни населения, партисипативных эффектов</li> </ul>
Экологическая эффективность	<ul style="list-style-type: none"> <li>• предполагает учет результатов инвестиционной деятельности на решение экологических задач и целей устойчивого развития. В современных условиях это становится как объективной необходимостью, так и конкурентным преимуществом, особенно для промышленности</li> </ul>
Системная эффективность	<ul style="list-style-type: none"> <li>• предполагает учет влияния на развитие отношений в рыночной системе, ее совершенствование, возникновение новых форм реализации, оптимизации функционирования всего аппарата организационных структур</li> </ul>

*Источник: составлено автором*

### **Рисунок 2.1.1. - Составляющие интегральной оценки эффективности механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур**

По мнению, Н.Д. Гуськовой интегральная оценкой инвестиционной деятельности подразумевает «как финансово-экономическую оценку, так и оценку инвестиционной привлекательности и инвестиционного климата» [276].

Г.Н. Гродская и С.С. Асанова при выполнении интегральной оценки инвестиционной деятельности регионов находят рациональным подход, связанный с совмещением трех методов расчета (метод «Паттерн», метод многомерной средней и формула Стерджеса) и трех общеизвестных рейтингов (Национальный рейтинг инвестиционного климата, рейтинг делового гостеприимства и рейтинг «Эксперт РА» [132].

Скаляризация «как один из возможных способов интегральной оценки эффективности проектов» приведен в работе Е.Г. Анисимова и Т.Н. Сауренко [99]. Этот способ, основывается на выделении таких скалярных величин, характеризующих инвестиционный проект как суммарный чистый дисконтированный доход, срок окупаемости и материально-временные издержки на реализацию проекта. Несмотря на достаточно весомые критерии оценки, используемые в предложенном интегрированном подходе, на наш взгляд, упускаются важные внешние эффекты от инвестиционного проекта, например, бюджетный, социальный, экологические эффекты. Кроме того, по своей сути скалярные величины являются абсолютными и выраженными действительным числом без учета направления, что не всегда отвечает требованиям по выполнению комплексной оценки.

О.П. Пидяшова предлагает методику «расчета интегрального показателя оценки эффективности инвестиционной политики» промышленного предприятия, включающую формирование системы показателей, характеризующих структуру инвестиционных ресурсов, а также направления их вложения; оценку соответствия фактического значения показателей их желательному значению [291].

При интегральном подходе к оценке инвестиционной деятельности как можно увидеть из представленных выше мнений присутствует широкий спектр слагаемых величин, которые в зависимости от уровня развития, иерархического ряда, поставленных задач и прочих условностей обладают разной долей достоверности и объективности и для каждой индивидуального случая становятся специфичными. В этом отношении нельзя говорить о едином, универсальном наборе показателей интегральной оценки, однако принципы интегральной оценки могут быть сформулированы, так как отражают общие условия протекания изучаемых явлений.

Так, некоторые авторы, «формулируя принципы оценки инвестиционной деятельности, рассматривают их индивидуально для одного из уровней управления» (предприятие, проект, отрасль, регион, национальная экономика), другие используют обобщенный подход для всех уровней. Кроме того, есть мнение

об общих принципах оценки эффективности хозяйственных мероприятий в целом на всех уровнях [181]. На наш взгляд особую значимость приобретают следующие из них:

- Коллаборация целевых показателей социально-экономического развития и экономической эффективности производства;
- Учет особенностей экономического обоснования в зависимости от этапов и условий реализации, а также иерархии хозяйственных мероприятий (народнохозяйственных, крупномасштабных, локальных);
- Формирование централизованной системы экономических нормативов;
- Учет при оценке мероприятий фактора неопределенности, то есть неполной информации о том, в каких условиях они будут осуществляться;
- Итоговая оценка результатов в соответствии с проектной, плановой и фактической эффективностью» [181].

Приведенные принципы, несомненно, являются достаточно адекватными и имеют практическую ценность, однако, современные реалии диктуют необходимость разработки более конкретизированных подходов для оценки эффективности. В частности, следует усилить ориентиры рыночного механизма в деятельности предприятий, осуществлять мониторинг не только внутрихозяйственных показателей, но и наблюдать волатильность внешних факторов и среды, отходить от сильной централизации в контексте разработки методологии, но при этом сохранить единый информационно-статистический центр. При этом не теряет своей актуальности первый принцип, согласно которому следует интегрировать показатели оценки социально-экономического развития и критериев экономической эффективности производства. Учитывая современные тренды импакт-инвестирования и социальной ориентации бизнес процессов, экономическая эффективность и рентабельность производств должна играть роль промежуточного инструмента к достижению более социально - направленных эффектов.

Широкое распространение получили в научной среде и мировой практике следующие принципы оценки эффективности инвестиционного проекта [39]:



- моделирование денежных потоков, включающих все связанные с осуществлением проекта денежные поступления и расходы за расчетный период;
- принцип положительности и максимума эффекта. При сравнении альтернативных инвестиционных проектов предпочтение должно отдаваться проекту с наибольшим значением эффекта;
- учет фактора времени, неравноценности разновременных затрат и результатов;
- учет всех наиболее существенных последствий реализации проекта, как экономических, так и социальных;
- учет влияния инфляции;
- учет влияния рисков, сопровождающих реализацию проекта;
- учет соотношения эксплуатационных расходов будущих периодов, финансируемых из бюджета, с бюджетным эффектом от реализации инвестиционного проекта.

Такая трактовка принципов, на наш взгляд, достаточно полно отражает критерии эффективности инвестиционной деятельности. В данной вариации рассмотрены, как и потенциальные риски снижения эффективности инвестирования, так и различные последствия от реализации инвестиционного проекта. Следует отметить, что одними из сильных преимуществ инвестиционного процесса является возникновение эффектов мультипликатора и акселератора, соответственно говоря об эффективности инвестиций важным является учет возникновения указанных эффектов. В случае их не возникновения должны быть объективные обоснования, которые в дальнейшем должны быть минимизированы, если нет возможности их устранения. Такой подход будет максимально отвечать интересам всех участников инвестиционного процесса, как критерий, определяющий получения максимального эффекта от инвестиций. Отход от этого принципа, на наш взгляд, дает основание полагать о наличии как системных пробелов, так и потенциальных рисков, связанных с непрозрачностью инвестиционного проекта. В странах с развивающейся экономикой, в том числе в

нашей стране, присущи высокие оценки уровня коррупции, что делает необходимость применения этого критерия оценки еще более значимым.

В своей статье Э.В. Хлынин и Е.И. Хорошилова отмечают о применении кластерного подхода в формировании концепции «интегральной оценки эффективности инвестиционных проектов», где осуществляется идентификация ряда показателей состояния и использования основного капитала предприятия в виде кластера. Изменение количества и состава учитываемых показателей состояния и использования средств труда приводит к смене одного рассматриваемого кластера на другой [253].

Данный подход положительно отличается тем, что обосновывается методология специфического изучения и анализа инвестиционного процесса для конкретного предприятия. В зависимости от особенностей пространственно-структурной системы следует рассматривать комплекс показателей оценки эффективности инвестиционной деятельности как изменчивую, адаптивную и специфичную систему в контексте конкретных территориальных, количественных и качественных условий. Рассуждая далее о формировании концепции интегральной оценки эффективности инвестиций Э.В. Хлынин определяет следующие экономические принципы: комплексность; системность; аналитичность; экономическая эффективность; инновационность [252].

Похожего мнения придерживается и В.А. Драбенко, который отмечает, что «проект не должен рассматриваться изолировано от реализующего его предприятия. ... Проект, эффективный для одного предприятия может оказаться неэффективным для другого в силу объективных и субъективных причин» [140]. Парадигма принципов и правил реализации инвестиционной деятельности, которая показала свою эффективность в одних условиях, необязательно является универсальной, а скорее наоборот, местные условия всегда могут внести существенные коррективы в процесс, и это, обязательно, должно быть учтено.

Несомненно, что любой подход, связанный с формированием определенного алгоритма и структурной методологии является важным и удобным для проведения последующего анализа и построения работ по оценке эффективности того или

иногo процесса. На наш взгляд, более подробно эти структурные группы принципов раскрываются в нижеприведенном рисунке (рис. 2.1.2.).

Методологические принципы	Методические принципы	Операционные принципы
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Результативность</li> <li>• Альтернативность</li> <li>• Объективность</li> <li>• Адекватность</li> <li>• Корректность</li> <li>• Системность</li> <li>• Комплексность</li> <li>• Ограниченность</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Внешняя и внутренняя специфичность</li> <li>• Потенциальные противоречия участников</li> <li>• Волатильность и динамика</li> <li>• Способность к согласованию и сглаживанию</li> <li>• Ограниченный доступ к информации</li> <li>• Структура капитала и управляемость</li> <li>• Оптимизация и субоптимизация</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Моделирование и программирование</li> <li>• Техническая, офисная, виртуальная поддержка</li> <li>• Симплификация процессов</li> <li>• Налаживание интерактивного регулирования и обратной связи</li> <li>• Рационализация форм представления и контроля за исполнением и результатами</li> </ul>

*Источник: составлено автором*

**Рисунок 2.1.2. - Принципы оценки эффективности инвестиционной деятельности**

Представленные принципы и их группировка, на наш взгляд, достаточно широко отражают алгоритм процедуры оценки эффективности инвестиционной деятельности, при этом стоит отметить, что по мере развития могут возникать и другие принципы, которые не нашли отражения в данной системе. В том и другом случае это не снижает важности и практичности данных принципов в оценке эффективности инвестиционных проектов.

Западная теория и практика оценки инвестиционных процессов особое внимание уделяет принципам, ориентированным на защиту инвестиций от обесценения под влиянием инфляционных процессов [35]. Учитывая, что современная история мировой экономики уже давно не наблюдает дефляционных периодов, то такой подход, особенно для длительных инвестиционных проектов в промышленности весьма актуален. И опять же эти принципы учитывая их прозападное (и соответственно наиболее рыночно-ориентированное) происхождение в первую очередь направлены на исполнение исходного мотива инвестиционной деятельности – получение прибыли.

В целом, проведение рационального анализа и оценки любых хозяйственных процессов требует объективного и, что немаловажно, комплексного подхода. Как показывают приведенные выше практики, общая оценка инвестиционной деятельности и эффективности инвестиционных вложений зависит от множества показателей, нуждающихся в исследовании во взаимосвязи. Это обуславливает необходимость агрегирования и систематизации множества показателей и элементов по определенным свойствам и принципам. Реализовать указанный механизм возможно с помощью интегральной оценки, в основу которой положены параметры, полученные в результате как анализа основных составляющих финансового состояния субъекта хозяйствования (рентабельность, платежеспособность, ликвидность, финансовая устойчивость, эффективность управления предприятием), так и специфичных инвестиционных показателей.

Интегральная оценка состояния инвестиционного механизма является сложной экономической задачей, находящейся в познавательной методико-методологической цепочке: системный подход → системный анализ → интегральная оценка. Сложность ее заключается как в слабой разработанности отечественной научно-концептуальной базы инвестирования и недостаточном практическом опыте в разных территориальных и экономических условиях. Поскольку универсального интегрального показателя оценки не существует, критериями оценки при различных условиях может служить целый ряд динамических показателей, а интегральная оценка осуществляется на основе определенного числа наиболее представительных и подходящих конкретному случаю показателей. Экономическая сущность и содержание интегральной оценки заключается в объединении отдельных финансовых показателей по определенному алгоритму и принципам в единый количественный показатель. Поэтому основу интегральной оценки составляет системный подход, рассматривающий инвестиционный механизм не как отдельный процесс, а как элемент системы хозяйственных и экономических отношений субъекта предпринимательства. В этом ключе, можно определить, что важную роль при интегральной оценке эффективности инвестиций играет объективная оценка финансового состояния

предприятия, как результата предыдущих инвестиционных решений, так и основы для его дальнейшего устойчивого и инвестиционного развития. Такой подход к оценке финансового состояния предприятий, на наш взгляд, очень близок к оценке и инвестиционной деятельности, так как инвестиционная деятельность также может быть рассмотрена с позиции хозяйственной деятельности, осуществление которой связано с вложением определенного объема ресурсов в целях его последующего наращивания.

В этом контексте интегральный подход оценки финансового состояния предприятия можно адаптировать в виде следующей методики осуществления интегральной оценки инвестиционной деятельности (рис. 2.1.3.).



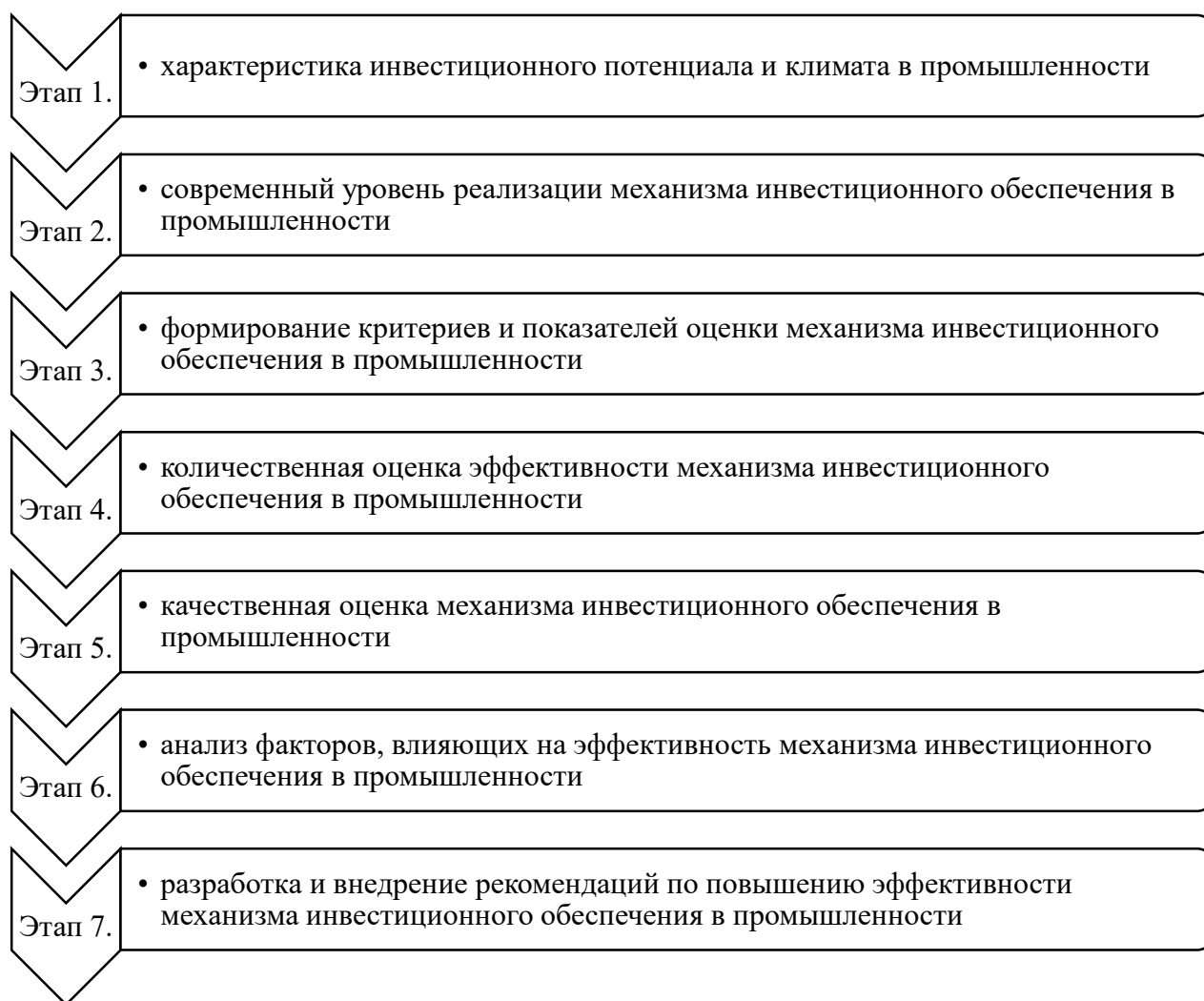
*Источник: составлено автором*

**Рисунок 2.1.3. - Составные элементы методики интегральной оценки эффективности инвестиционной деятельности предприятия**

Так, представленная методика представляет собой последовательный анализ и оценку составных частей деятельности предприятия для обобщения их результатов с целью определения корреляции, динамики и, в конечном счете, стабильности позитивных изменений финансового состояния предприятий в процессе реализации инвестиционно-хозяйственных операций. Таким образом, интегральный подход к оценке инвестиций, основанный на анализе финансового

состояния предприятия позволит оценить изменения в структуре капитала предприятия и его финансовой устойчивости.

В контексте проводимого исследования важным представляется, на наш взгляд, разработка алгоритма методики оценки эффективности механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности в целях его совершенствования (рис. 2.1.4.).



*Источник: составлено автором*

**Рисунок 2.1.4. - Методика оценки эффективности механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности**

О необходимости интегрального подхода к оценке инвестиций в современных условиях также отмечают М.А. Штефан и Ю.М. Елизарова, «которыми делается акцент на интегрировании результатов анализа по трем основным направлениям:

1. Количественные критерии эффективности.

2. Качественные критерии эффективности.
3. Критерии оценки рисков» [265].

Интегральная оценка, учитывающая более широкий спектр эффектов от инвестиционной деятельности, чем на большой эффект при небольшом охвате ареала обосновывается рядом российских исследователей [58]. Особое внимание отводится системе принципов оценки эффективности инвестиций в контексте формирования фундаментальной парадигмы, определяющей траекторию отбора инвестиционных проектов и реализации инвестиционной деятельности предпринимательских структур.

Методология проведения интегральной оценки процессов различной природы и уровней осуществляется в соответствии со специфическими критериями оценки для конкретного случая, однако принципы методологического подхода по выполнению оценки могут быть едины и формировать унифицированный алгоритм действий, представленный на рис. 2.1.5.



*Источник: составлено автором*

**Рисунок 2.1.5. - Унифицированные принципы методологии интегральной оценки**

Наряду с интегральным подходом к оценке инвестиционного механизма деятельности, в научной и практической литературе [68] можно встретить мнение, обосновывающее необходимость проведения многокритериальной оценки

инвестиций взамен использования одного, хотя бы и интегрального критерия. Это относят в первую очередь в прерогативу к государственным инвестиционным проектам, однако нередки случаи, когда это востребовано и среди всех прочих проектов.

Такой подход вполне справедлив ведь зачастую принятие инвестиционных решений сопровождается множеством специфичных, часто противоречивых условий и характеристик проекта, особенно это касается проектов с крупными вложениями, международным составом участников, венчурных и других рискованных направлений, а также в развивающихся экономиках. Развивающаяся экономика по своей природе представляет довольно противоречивую систему, в которой переплетаются огромные потенциалы роста с нестабильными условиями ведения бизнеса.

Учитывая, современные реалии и стратегические цели отечественной экономики, а также представленный мировой опыт формирования системы принципов интегральной оценки инвестиционного механизма, можно сделать вывод, что она должна носить сквозной характер и учитывать множество как общих, так и специфических конъюнктурных моментов. Таким требованиям, по нашему мнению, отвечает следующая система принципов:

1. Научный подход как принцип оценки качества инвестиционных процессов должен основываться на изучении и выявлении причинно-следственных связей в инвестиционной деятельности. Теории инвестиционного роста, эффекты мультипликатора и акселератора как индикаторы эффективной инвестиционной политики обязательно должны находить свое отражение и логическое обоснование при вложении инвестиций.

2. Результативность как один из важнейших и сложнейших моментов, который вытекает из исходных стимулов реализации инвестиционной деятельности, непременно должен быть учтен и рассчитан при оценке эффективности инвестиционного механизма. Результативность должна отражать весь комплекс эффектов, возникающих в процессе инвестиционной деятельности. В первую очередь, это экономическая эффективность, которая содержит как расчет



изменения абсолютных показателей прибыли предприятия, так и относительных – изменение состава и структуры основных и оборотных фондов, качества трудовых ресурсов и производительности труда, фондоотдачи, фондоемкости и т.д. Кроме экономической эффективности, выполнение расчетов бюджетной, общественной, экологической, научно-технической, социальной эффективности, должны иметь обязательный характер.

3. Комплексность и системность предполагают такой подход, при котором инвестиционный механизм рассматривается, во-первых, как система-совокупность взаимосвязанных и взаимообусловленных элементов микросреды, а во-вторых, как составная часть макроэкономического комплекса страны.

4. Сравнительность и аналогичность предполагает увязку полученных результатов относительно схожих случаев. Ориентация на передовой инвестиционный опыт в аналогичных условиях должна обеспечить дополнительную сравнительную характеристику качества осуществляемых инвестиционных проектов. Наличие менее значимых успехов по сравнению с идентичными инвестиционными проектами в идентичных условиях должно вызывать импульс к поиску проблем и факторов, сдерживающих максимальную отдачу от инвестиционной деятельности.

5. Долгосрочность и перспективность при интегральной оценке инвестиционного механизма должна исходить из учета последствий и результатов инвестиционной деятельности в долгосрочной перспективе. Иногда невысокая отдача от инвестиционного решения в краткосрочном периоде может сопровождаться накопительным эффектом в долгосрочной перспективе, и наоборот.

6. Специфичность и динамичность как принципы интегральной оценки должны отражать дифференцированный подход к оценке эффективности вложений в зависимости от этапов реализации проекта. Различным стадиям жизненного цикла проекта свойственны особые условия и соответственно им различные объемы получаемых эффектов, учет и увязка этих аспектов позволит обеспечить более оперативный контроль за исполнением инвестиционного процесса.

7. Районирование и детализация макросреды связана с учетом внешних факторов на эффективность инвестиционного механизма, которая предполагает адаптацию стратегии инвестора к параметрам среды и соответственно ожидания по вложениям должны быть адекватными сложившимся условиям. Интегральная оценка с учетом этого принципа даст массив для изучения экзогенного влияния на инвестиционную деятельность.

8. Приоритетность особый принцип, который может быть применим как к формированию государственной инвестиционной политики, так и для инвестиционной стратегии предпринимательского субъекта. При выделении приоритетных отраслей и зон, государство может и должно обеспечить инвестиционную привлекательность за счет разработки особых режимов для инвесторов, а предприниматели могут ставить приоритетом не высокие прибыли, а усиление рыночной власти и влияния в регионе, завоевание новых рынков и конкурентное первенство.

Представленная система принципов интегральной оценки механизма инвестиционного обеспечения позволит, по нашему мнению, провести комплексную оценку, как деятельности предпринимательского субъекта, так и определить инвестиционную привлекательность региона, страны.

Таким образом, интегральная оценка механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур должна быть ориентирована на всесторонний анализ факторов и условий, влияющих на результативность инвестиционных процессов с целью выявления проблем и формирования инвестиционной политики по повышению эффективности инвестиций.

## **2.2. Методические подходы к исследованию финансово-экономической оценки инвестиционной деятельности предпринимательских структур**

Финансово-экономическая оценка играет важную роль в процессе обоснования и выбора различных направлений вложения предпринимателями своих средств, потому что успешность компании находится в прямой зависимости

от того, насколько рационально она распоряжается своими ресурсами (инвестициями).

Распространенным считается мнение, что тщательная оценка эффективности бизнес-плана или инвестиционного проекта необходима, в первую очередь, аналитикам, банковским экспертам, потенциальным инвесторам и прочим финансовым институтам, однако, на самом деле, финансово-экономическая оценка необходима самим экономическим агентам, которые будут осуществлять инвестиционную деятельность. Значимость финансово-экономической оценки и оптимизация инвестиционной деятельности в разы возрастает в области долгосрочного и масштабного инвестирования, когда планы и прогнозы будущих денежных потоков становятся особенно волатильными. Современной теорией и практикой финансово-экономической оценки инвестиционной деятельности накоплен значительный опыт в области использования различных методов финансово - экономического обоснования инвестиционной деятельности. Учитывая, что для проведения грамотной и достоверной оценки, а также выполнение всесторонних финансово-экономических расчетов по инвестиционным решениям сопровождается значительным количеством вычислений, в современной практике широкое применение нашли различные программные средства и технологии.

В настоящее время действует широкий спектр специализированных программных продуктов. В России и других странах СНГ наиболее часто применяют пакеты прикладных программ: *COMFAR (Computer Model for Reporting)* и *PROPSPIN (Project Profile Screening and Preappraisal Information System)*, созданные при Организации объединенных наций по промышленному развитию (UNIDO), а также пакет «Альт-Инвест» фирмы «Альт» (Санкт-Петербург) и пакет «Project expert» фирмы «Про-Инвест Консалтинг». Другие распространенные системы типа «Microsoft Project», «Time Line» и «Primavera» в отличие от предыдущих предназначены только для разработки календарного плана работ и сетевого графика проекта, включая его длительность и затраты.

Будучи переведенным на русский язык и обладающий способностью значительной адаптации к экономикам конкретных стран, наиболее широкое распространение и применение получил именно пакет прикладных программ COMFAR, разработанный Центром промышленных технико-экономических исследований Организации объединенных наций по промышленному развитию и успешно реализующий одноименную методику. Структура массива исследования пакета состоит из следующих блоков [308]:

- «общие капиталовложения - строительство;
- общие капиталовложения - производство;
- потребность в оборотном капитале;
- источники финансирования;
- таблицы движения денежных средств;
- отчеты о чистой прибыли;
- проектно-балансовые ведомости».

Таким образом, отслеживаются все изменения ежегодных потоков наличности с учетом уплаты налогов, выплаты дивидендов и процентов по займам, выполняется расчет финансовых потоков и таких финансовых показателей, как чистый дисконтированный доход, доход на акционерный капитал, внутренняя норма доходности и др.

Одним из главных достоинств этого способа финансово-экономической оценки инвестиций является ее автономность, которая минимизирует возможности как ошибок в методике и счете, так и сознательной подтасовки результатов, которая обусловлена человеческим фактором и его вмешательством в работу программы. Наряду с этим, данная методика имеет существенный недостаток. В данной системе отсутствуют механизмы учета инфляционного влияния, курсовой разницы, а также издержки, связанные с задержкой платежей.

В этом контексте следует отметить, что теоретическая база для финансово-экономической оценки инвестиционной деятельности достаточно разработана, имеются фундаментальные исследования и различные подходы к финансово-экономической оценке инвестиций.

В своей коллективной работе С.И. Сабиров, М.М. Кораблев и Ф.С. Абдулганиев отмечают, что «определение приемлемого уровня экономической эффективности инвестиций является наиболее сложной областью экономических расчетов, связанной с разработкой ТЭО, так как необходимо свести воедино все множество факторов различных интересов потенциальных инвесторов, учесть трудно предсказуемые изменения во внешней среде по отношению к проекту, а также системы налогообложения в условиях нестабильной экономики. Все это многократно усложняется в связи с тем, что оценка эффективности должна базироваться на соответствующей информации за весьма длительный расчетный период» [75,6].

М.А. Николаев также придерживается мнения «о важности и необходимости совершенствование методологии оценки инвестиционных проектов, им отмечается, что от того, насколько комплексно и объективно выполнена эта оценка, зависит рост благосостояния, как индивидуальных инвесторов, так и общества в целом» [199].

В данном контексте невозможно не согласиться с тем, что правильная оценка эффективности инвестиционных вложений прямым образом скажется на интересах самих инвесторов. Недостаточный анализ или ошибочные расчеты повлекут за собой реальный материальные недостатки, а порой и убытки для инвесторов, поэтому финансово-экономическая оценка инвестиций является объектом пристального внимания и изучения. При этом нельзя сказать, что такое внимание к совершенствованию методологии оценки является исключительно в интересах инвесторов, государство и гражданское общество также могут испытать негативные последствия от убыточности инвестиционного проекта в результате неправильного подхода к оценке эффективности инвестиционной деятельности. Это могут быть как бюджетные потери, так и потери рабочих мест и доходов, потери в ассортименте потребительских товаров и услуг и множество других моментов.

Поэтому на наш взгляд при оценке эффективности инвестиционной деятельности в первую очередь необходимо обратить внимание на правильный подход к финансово-экономической оценке инвестиций.

Рассмотрим подробнее, что представляет собой сама формулировка «финансово-экономическая оценка инвестиций». Прежде всего отметим нашу позицию, согласно которой между понятиями «финансово-экономическая оценка инвестиций», «финансово-экономическая оценка инвестиционной деятельности», «финансово-экономическая оценка инвестиционного проекта» мы не делаем принципиальных различий и в дальнейшем будем использовать их как синонимы. Естественно, что при необходимости и в зависимости от того с какого ракурса смотреть на ситуацию, а в данном случае формулировку понятия, то всегда можно обнаружить различия, но в данном случае нами будут рассматриваться методики оценки эффективности использования вложенных средств, поэтому нами не видится каких-либо препятствий для такого взаимозамещения понятий.

Прежде всего, финансово-экономическая оценка предполагает рассмотрение эффективности инвестиционной деятельности, как отмечалось выше с позиции финансов и экономики. В нашем понимании, финансовая оценка эффективности проекта, в первую очередь, определяется финансовыми результатами (эффектом) от хозяйственной деятельности. В абсолютном виде это представляется как разница между доходами и расходами (эффект), чуть более относительный вариант определяется как отношение полученного финансового эффекта (результата) к затратам, обусловившим получение этого эффекта (эффективность).

В современных реалиях важным условием обеспечения финансовой эффективности инвестиционной деятельности является окупаемость вложений с учетом стоимости капитала во времени. Инфляционные процессы стали перманентными характеристиками как развитых, так и развивающихся экономик, кроме того, ускорился научно-технический прогресс, оказывающий влияние на моральный износ и жизненный цикл продуктов и процессов. Все это, в совокупности, выносит вопросы стоимости денег и капитала во времени на первый план.

В современной практике основными показателями оценки финансовой эффективности инвестиций служат следующие показатели:

- Прибыль – П.
- Чистая текущая стоимость – ЧДД.
- Рентабельность и индекс рентабельности – Р, РІ.
- Внутренняя норма рентабельности - ВНР.
- Срок окупаемости - Т.
- Фондоотдача.
- Фондоемкость.

Прибыль представляет собой исходный показатель в абсолютном значении, отражающий результаты инвестиционной деятельности предпринимателя. Исчисление прибыли осуществляется арифметическим способом, путем выявления разницы между общим доходом и произведенными расходами для получения этого дохода.

$$\text{Прибыль} = \text{Доходы} - \text{Расходы} \quad (2.2.1)$$

Несмотря на то, что прибыль является абсолютным показателем и не несет в себе подробной аналитической информации об эффективности вложений, именно данные по прибыли оказывают определяющее влияние на принятие решений по инвестиционным вложениям.

Чистая текущая стоимость или чистый дисконтированный доход (ЧДД), представляет собой оценку сегодняшней стоимости потока будущего дохода. Он отражает движение денежных потоков (разница между притоком и оттоком) и определяется как сумма текущих эффектов за весь расчетный период, приведенная к начальному шагу, или как превышение интегральных результатов над интегральными затратами. Проще говоря, чистая текущая стоимость представляет собой разность совокупного дохода, рассчитанного за период реализации инвестиционного проекта, и всех видов расходов, выполненных в этот же период с учетом фактора времени. Именно этот момент, учитывающий инфляционные изменения, делает этот показатель наиболее востребованным в современной деловой практике. Если в течение расчетного периода не происходит

инфляционного изменения цен или расчет производится в базисных ценах, то величина ЧДД для постоянной нормы дисконта вычисляется по формуле:

$$\text{ЧДД} = \frac{\text{ДП}}{1 - \text{Сд}}, \quad (2.2.2)$$

Где ДП – денежный поток,

Сд – ставка дисконтирования.

Однако, на практике чаще всего инвестиции осуществляются не одномоментно, а на протяжении ряда периодов, соответственно и инвестиционные вложения также должны быть дисконтированы по периодам. В таком случае формула ЧДД проекта примет следующий вид:

$$\text{ЧДД} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{ДП}}{(1+r)^i} - \sum_{i=0}^n \frac{\text{ПК}}{(1+r)^i}, \quad (2.2.3)$$

Где ПК – первоначальные вложения.

В целом, показатель ЧДД представляет собой достаточно удобный способ финансовой оценки инвестиций во времени, основанный на составлении прогнозного графика денежных потоков (приток и отток) по периодам инвестиционного проекта, а также определении ставки дисконтирования, которая представляет собой стоимость инвестируемого капитала. В различных ситуациях дисконтной ставкой служит кредитная ставка, депозитная ставка, ставка доходности государственных облигаций и т.д. Показатель ЧДД является одним из стандартных методов, рекомендованных к применению ООН и Всемирным банком. Это связано с тем, что он позволяет определить изменение стоимости предприятия в результате реализации инвестиционной деятельности. Однако, не обошлось и без слабых мест, которым является то, что он позволяет оценить только абсолютный эффект от реализации проекта. Поэтому применение метода чистой текущей стоимости ограничено для сопоставления различных проектов: большее



значение ЧДД не всегда будет соответствовать более эффективному использованию инвестиций.

Рентабельность – это относительный показатель, представляющий собой отношение прибыли к капитальным вложениям. Рентабельность носит аналитический характер и информирует насколько эффективными были затраты и сколько единиц прибыли приходится на единицу произведенных затрат. Рентабельность может ранжироваться как по отдельным периодам общего срока реализации инвестиционного проекта, так и иметь среднегодовое значение. В общем виде формула рентабельности выглядит следующим образом:

$$P = \frac{\Pi}{X} * 100\%, \quad (2.2.4)$$

где P – рентабельность,

Π – прибыль,

X – показатель, рентабельность которого исчисляется, т.е. это могут быть вложенные инвестиции, собственный или заемный капитал предприятия, объемы продаж и т.д.

В западной практике для обозначения показателя рентабельности используют термин «индекс доходности». В отечественной практике пока не отошли от привычного названия рентабельности, но и в постсоветском пространстве приобретает широкое распространение более современная, прозападная интерпретация – индекс доходности (ИД). Стоит отметить, что между ними есть небольшое, но при некоторых условиях важное различие. Хотя и методика, и алгоритм расчета обоих показателей идентичен, при расчете ИД применяются дисконтированные величины эффектов и вложений. Выходит, что индекс доходности представляет собой отношение суммы приведенных эффектов к величине капиталовложений:

$$\text{ИД} = \sum \frac{\text{Э}t}{K}, \quad (2.2.5)$$

Где  $\text{Э}t$  – совокупность приведенных эффектов,

$K$  – приведенные капитальные вложения.

«Можно сказать, что экономическая суть индекса рентабельности (доходности) определяется как отношение дисконтированных прибылей и амортизационных отчислений к капитальным вложениям. В отличие от чистого приведенного эффекта индекс рентабельности является относительным показателем. Поэтому он весьма удобен при выборе одного инвестиционного решения из множества альтернативных, имеющих примерно одинаковое значение ЧДД, что имеет немаловажное значение при оценке инвестиционного проекта. По существу, ИД является функцией от ЧДД и представляет собой уровень окупаемости средств, направленных на цели инвестирования, и по своей природе близок к различного рода процентным ставкам» [222].

Важным оценочным критерием финансовой успешности инвестиционного проекта также является показатель ВНД - внутренней нормы рентабельности (доходности), который в практике широко известен под своим англоязычным аналогом IRR (internal rate of return). Внутренняя норма доходности представляет собой ту разницу, при которой сумма приведенных эффектов равна приведенным капиталовложениям, иными словами можно сказать эта точка безубыточности инвестиционного проекта, когда приведенные доходы полностью покрывают приведенные расходы, но имеют нулевую прибыль. Математическую формулу можно представить в виде следующего уравнения:

$$\sum \frac{(Rt - Zt)}{1 + E_{\text{ВН}}} * t = \frac{\sum K}{1 + E_{\text{ВН}}} * t \quad (2.2.6)$$

В отличие от ЧДД инвестиционного проекта, который дает ответ на вопрос, является он эффективным или нет при некоторой заданной норме дисконта ( $E$ ), то ВНД проекта определяется в процессе расчета и затем сравнивается с требуемой

инвестором нормой дохода на вкладываемый капитал. Если ВНД равна или больше требуемой инвестором нормы дохода на капитал, то инвестиции в данный инвестиционный проект оправданы, и может рассматриваться вопрос о его принятии. В противном случае инвестиции в данный проект нецелесообразны.

Важное значение имеет такой показатель как срок окупаемости или период возврата инвестиционных вложений ( $T$ ). Этот показатель отражает количество лет, в течение которых прибыль от инвестиций возместит первоначальные вложения. Математически решение будет определяться отношением общего объема инвестиционных вложений к величине ежегодной прибыли от этих инвестиций, и соответственно формула примет следующий вид:

$$T = \frac{K}{P}, \quad (2.2.7)$$

В современных условиях время определяется не только как важнейший ресурс, но и как жесткий критерий отбора конкурентоспособных инвестиционных проектов. В этой связи на практике применяется также методика исчисления срока окупаемости с учетом дисконтирования, когда расчет выполняется по той же формуле, однако, рассматриваемые объемы вложений и ежегодных поступлений по ним имеют взвешенный к исследуемому периоду характер. Соответственно получатся два различных срока окупаемости.

Стоит отметить, что для более объективной оценки инвестиционной деятельности при расчетах показателей финансовой эффективности (чистого дисконтированного дохода, индекса доходности инвестиций, внутренней нормы доходности, срока окупаемости, срока возврата кредита и займов) следует исходить не только от общего значения инфляционного процесса, но также необходимо учитывать частные тенденции и динамику по многим другим направлениям. К ним можно отнести: изменение цен на производимую продукцию, как на внутреннем, так и на внешнем рынках (инфляция спроса); динамику цен на используемые ресурсы и комплектующие (инфляция предложения); изменение уровня заработной платы, прямых, общих, административных издержек, а также издержек

обращения; изменение на рынке капиталов и банковского процента и т.д. В целом, можно сказать, что корректность расчетов при оценке эффективности инвестиционных вложений повышается с увеличением количества ресурсов, по которым учитывается темп инфляции цен на них, а также с повышением точности прогноза этого темпа.

В практике стран постсоветского пространства одними из наиболее распространенных показателей оценки вложенного капитала были такие величины как фондоотдача и фондоемкость. Являясь обратными друг другу показателями, они отражают, насколько эффективно используется основной капитал предприятия. Учитывая, что вложения в основные фонды в промышленности являются одними из крупных статей расхода в инвестиционном проекте, а также имеют характерные им особенности (длительный срок использования, высокая стоимость, постепенный перенос стоимости на изготавливаемый продукт), применение их в современной практике для оценки эффективности инвестиционных ресурсов также не теряет своей актуальности.

Кроме финансовой оценки эффективности инвестиционной деятельности предпринимательских структур и других хозяйствующих субъектов особое внимание уделяется экономической оценке инвестиций.

Исследования в этом направлении демонстрируют, что подход к определению экономической эффективности инвестиционных вложений в большинстве случаев дублирует алгоритмы коммерческой и финансовой эффективности инвестиций, т.е. в основе понимания экономической эффективности опять же лежат представленные выше финансовые показатели.

На наш взгляд, говоря об экономической эффективности инвестиционного проекта следует сделать акцент на более обобщенную, комплексную оценку результатов осуществления предпринимательской или инвестиционной деятельности. В контексте экономической эффективности инвестиций, следует обратить внимание на их способность влиять на формирование ВВП экономики и обеспечивать динамику экономического роста.

Оценка экономической эффективности инвестиционного проекта основана на учете макроэкономических эффектов, сопровождающих реализацию инвестиционного проекта на стадии реализации инвестиционной программы инвестиционного проекта и при реализации производственной программы инвестиционного проекта. Под макроэкономическими эффектами, сопровождающими реализацию инвестиционного проекта, понимаются доходы, формирующиеся в экономике, в результате прямого и косвенного влияния инвестиционного проекта на процесс образования доходов.

Логично предположить, что инвестиционные ресурсы, вложенные в народно-хозяйственный оборот должны повлечь за собой не только возрастание доходов предпринимателей и инвесторов, но и вызвать рост производства продукции, потребление сырьевых ресурсов, изменение доходов других хозяйствующих субъектов и т.д. (вплоть до изменения налоговых поступлений и рыночной конъюнктуры).

Это позволяет определить, что в составе макроэкономических эффектов, связанных с реализацией инвестиционного проекта, следует выделять прямой и косвенный макроэкономические эффекты. Для расчета оценки прямого макроэкономического эффекта (ПМЭ) от реализации инвестиционного проекта (ип) в конкретном периоде (t) используют следующую формулу:

$$\text{ПМЭ}_{\text{ип}}^t = \text{ВВП}_{\text{ип}}^t - \text{ИОК}_{\text{ип}}^t + \text{В}_{\text{ип}}^t - (\text{Р}_{\text{ип}}^t + \text{Р}_{\text{пп}}^t), \quad (2.2.8)$$

где  $\text{ВВП}_{\text{ип}}^t$  – объем ВВП в исследуемом периоде, прямо связанный с осуществлением инвестиционных вложений;

$\text{ИОК}_{\text{ип}}^t$  – объем инвестиций в основной капитал, планируемых в рамках инвестиционного проекта и вводимых в эксплуатацию в исследуемом периоде;

$t$   
В – продукция, произведенная на введенных в рамках инвестиционного ип

проекта объектах в исследуемом периоде;

Р ип – расходы на закупку импортной продукции для реализации инвестиционного проекта в исследуемом периоде;

Рпп – расходы на закупку импортных товаров для реализации инвестиционного проекта в исследуемом периоде.

В целом, прямой макроэкономический эффект оценивает изменение ВВП в связи с осуществлением инвестиционной деятельности, которое в силу увеличения объемов капиталовложений должно быть положительным. Такой подход может служить качественной характеристикой инвестиционной деятельности в национальной экономике.

Косвенный макроэкономический эффект (КМЭ) – дополнительные доходы, образующиеся в экономике под влиянием использования прямых (входящих в состав ПМЭ) доходов участников хозяйственной деятельности (населения, предприятий, государства) на покупки отечественных потребительских и инвестиционных товаров и услуг. КМЭ оценивается как объем ВВП, формирующийся под влиянием мультипликатора дохода в процессе использования денежных средств, полученных субъектами экономики в рамках прямого макроэкономического эффекта (за вычетом выплат иностранным кредиторами иностранным инвесторам проекта), на приобретение отечественных товаров и услуг, т.е. косвенный макроэкономический эффект выражается в накопительных эффектах роста. Соответственно по накопительному принципу следует:

$$КМЭ^2 = (ПМЭ + Зк)^2 * M^2 * K2 + (ПМЭ + Зк)^1 * M^1 * K1, \quad (2.2.9)$$

Где ПМЭ<sup>t</sup> - результаты расчета годовых объемов ПМЭ в текущих ценах соответствующего года;

З<sub>к</sub><sup>t</sup> - объем выплат иностранным кредиторам и иностранным инвесторам инвестиционного проекта в соответствующем году;

$K_1, K_2, K_3$  - коэффициенты, характеризующие распределение объемов КМЭ связанного с ПМЭ расчетного года, во времени с учетом скорости оборота денег в экономике. При этом  $K_1 + K_2 + K_3 = 1$ .

$M^t$  - оценки годовых значений мультипликатора дохода, формирующиеся на основе прогнозных данных. Мультипликатор дохода  $M$  является индикатором, характеризующим способность каждой единицы полученного дохода формировать дополнительный доход в экономике. Может исчисляться по следующей формуле:

$$M^t = \frac{m^t}{1-m^t} \quad (2.2.10)$$

Где  $m^t$  – коэффициент возвратности дохода в периоде  $t$ .

Значение коэффициента возвратности дохода на плановый период устанавливается в соответствующих государственных учреждениях (Министерство экономического развития, Министерство промышленности и новых технологий, Агентство по экспорту и т.п.) на основе прогнозных и аналитических данных с учетом прогнозируемого изменения импортозависимости экономики, склонности субъектов хозяйствования к инвестированию в отечественное производство, динамики доходов населения и бюджетной системы, а также расходов на оплату товаров и услуг.

Кроме прямого и косвенного макроэкономических эффектов также можно рассчитать совокупный макроэкономический эффект (СМЭ). Стоит еще раз отметить, что расчеты всех этих макроэкономических эффектов должны быть привязаны и осуществляться за конкретный исследуемый период  $t$ .

$$СМЭ^t = ПМЭ^t + КМЭ^t \quad (2.2.14)$$

Кроме приведенных прямого и косвенного макроэкономического эффектов зачастую на конечную величину СМЭ могут оказать влияние долгосрочные инвестиционные макроэкономические эффекты, включающие производственные результаты от эксплуатации новых основных фондов, введенных за счет реинвестирования дохода, полученного предприятиями в рамках КМЭ, а также

эффекты от снижения ресурсоемкости и повышения конкурентоспособности экономики в результате практического использования результатов реализации инвестиционных проектов. Стоит отметить, что изменения могут носить как позитивный, так и негативный характер, а также служить индикатором наличия невидимых, скрытых «подводных течений».

Таким образом, можно заключить, что финансово-экономическая оценка инвестиционной деятельности является первоочередным, решающим моментом при принятии решения о вложении инвестиционных ресурсов, при этом важнейшим сигналом и стимулом является оценка объекта инвестирования, при которой его конечная стоимость превышает конечную стоимость собственного капитала, относящегося к инвестиционному объекту на начало планового периода. Учитывая стратегический характер финансово-экономической оценки следует обращать пристальное внимание к следующим особенностям при оценке инвестиционной деятельности в этом контексте:

1. Исходным моментом при оценке и принятия решения о вложении инвестиций является потенциальная прибыль инвестиционного проекта. Несмотря на то, что при анализе отдается предпочтение относительным показателям, тем не менее, именно абсолютное значение прибыли и сам факт ее наличия стимулирует все последующие, дополнительные, оценочные действия со стороны инвестора. В первую очередь, инвестору необходим коммерческий стимул для реализации своей инвестиционной деятельности и этим мотивом, бесспорно, является положительный конечный финансовый результат от проекта.

2. Методологический подход к оценке финансово-экономической эффективности инвестиционных вложений базируется на принципе сопоставления понесенных затрат, т.е. инвестиционных вложений с полученными результатами. Логично, что результатом являются будущие доходы, которые возникают вследствие реализованных инвестиций. Современная мировая практика в этом отношении определила следующие показатели как основные критерии оценки инвестиций по принципу сопоставления затрат и доходов: чистый



дисконтированный доход, рентабельность и индекс рентабельности, внутренняя норма рентабельности, срок окупаемости, фондоотдача и фондоемкость.

3. В отечественной современной практике финансово-экономической оценки инвестиций наиболее распространенными и имеющими широкое практическое применение являются показатели рентабельности, срок окупаемости, фондоотдачи. Это, прежде всего, связано с недостаточным опытом (и теоретической подготовкой) отечественных инвестиционных субъектов, и, несомненно, служит сдерживающим фактором для поступательного развития и активизации инвестиционных процессов в стране.

4. Реалии бурного развития рыночных процессов и развитых экономик стран мира стали предпосылками усиления инфляционных рисков вследствие чего с конца 70-х годов прошлого века в практику финансово-экономической оценки инвестиционной деятельности прежде всего западных стран широко вошли методы оценки, основанные на дисконтировании доходов. Для отечественной практики дисконтирование стоимости капитала во времени также является очень актуальной. Исходя из этого, можно определить, что все современные методики оценки вложения капитала должны учитывать фактор времени и изменение стоимости ресурсов в этой связи.

5. Развитие современных информационных технологий, цифровизация экономики, широкое применение программного моделирования и прогнозирования легли в основу разработки, внедрения и унификации прикладных математических программ и инструментов в области оценки эффективности инвестиционных решений и проектов. Результатом этого стало возникновение рекомендованных Международными финансовыми институтами и организациями методик оценки финансово-экономической оценки инвестиционной деятельности.

6. Методологический подход к финансово-экономической оценке инвестиционной деятельности, как совмещенный критерий оценки эффективности инвестиций, базирующийся на абсолютных и относительных критериях оценки эффективности вложений является наиболее распространенным. Однако, наряду с ним можно выделить подход, при котором оценка финансово-экономической

эффективности инвестиционного проекта имеет не сколько принципиальное, сколько позиционное (масштабное) отличие. При этом подходе присутствует отдельная оценка финансовой эффективности проекта и экономической эффективности проекта. При этом стоит отметить, что и финансовая и экономическая оценка инвестиционного проекта основана на оценке его результативности, т.е. вопрос прибыльности и наращивания вложенных ресурсов является определяющим. Однако если финансовая оценка акцентируется на анализе качества использования инвестиционных ресурсов для развития самого инвестора, то экономическая оценка рассматривается с точки зрения, того какие процессы запускаются и эффекты приобретаются в национальной экономике в ходе инвестиционной деятельности отдельных хозяйствующих структур.

7. Финансово-экономическая оценка инвестиционной деятельности, согласно теориям рыночного развития и предпринимательства, является определяющим моментом при принятии решения о вложении инвестиционных ресурсов, однако нельзя не отметить, что новейшая история с присущими современности трендами диктует свои коррективы при реализации инвестиционных проектов. Это может возникать как вследствие объективной перестройки, когда поставленные государствами экологические приоритеты развития смещают экономический интерес инвесторов с первых позиций, так и в ходе усиления влияния политического фактора в экономике.

В целом, можно констатировать, что в условиях слабой инвестиционной активности, несовершенства системы коммерциализации инвестиций и несостоятельности структур для инвестиционной поддержки бизнеса важным фактором для роста инвестиционной активности, привлечения инвестиционных ресурсов в промышленный сектор страны является совершенствование и качественное выполнение финансово-экономического анализа и оценки инвестиционной деятельности или проекта. Это позволит не только дать оценку наличия и «качества» потенциальной прибыли инвестора и других заинтересованных участников, но и выступит инструментом, направленным на

обеспечение устойчивости и эффективности инвестиционной деятельности, а также на минимизацию рисков, связанных с инвестированием.

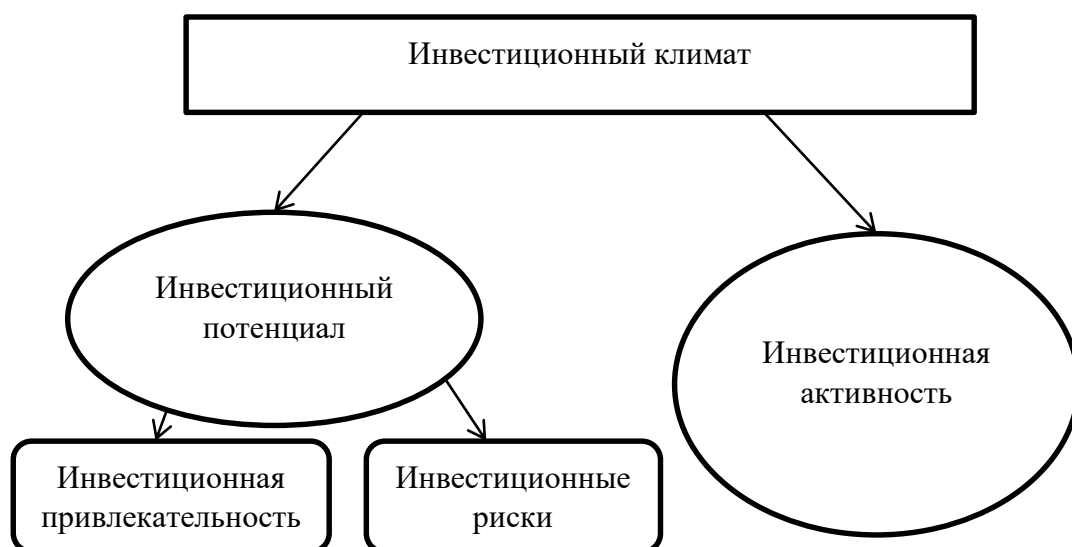
### **2.3. Методология оценки инвестиционного климата в промышленности**

Активизация инвестиционной деятельности в экономике и понимание процессов привлечения и перемещения инвестиционных ресурсов невозможно без анализа условий их рационального использования в экономическом пространстве, для этих целей в экономической науке и практике применяются понятия инвестиционного климата и инвестиционной привлекательности.

Инвестиционный климат рассматривается как обобщенная характеристика совокупности экономических и неэкономических факторов, предопределяющих развитие не только инвестиционных процессов, но и макроэкономическое развитие страны и представляет собой обобщенную, расширенную характеристику потенциала и перспектив рассматриваемого экономического объекта или среды.

Для детального понимания такой обширной категории, воздействующей на условия и эффективность осуществления инвестиционной деятельности учеными-экономистами разработаны и предложены различные схемы, идентифицирующие составные части инвестиционного климата. Так, например, в совместной работе А. Шахназарова, И. Гришина, И. Ройзмана «в качестве основных составляющих инвестиционного климата выделяют такие понятия, как инвестиционная активность и инвестиционная привлекательность, включающая в себя инвестиционный потенциал и инвестиционный риск» [262, 3].

Приведенная схема на рис.2.3.1. может служить как методическое направление для оценки инвестиционного климата в соответствии с указанными составными направлениями.



*Источник: составлено автором*

**Рисунок 2.3.1. - Составные элементы инвестиционного климата**

Опять же возникает вопрос верного определения составляющих инвестиционного климата, как соотношения инвестиционной привлекательности и инвестиционной активности. «В свою очередь инвестиционную привлекательность формирует инвестиционный потенциал и инвестиционные риски. И если инвестиционный потенциал учитывает макроэкономические характеристики, насыщенность территории факторами производства, потребительский спрос населения и другие параметры, то величина инвестиционного риска показывает вероятность потери инвестиций и негативные факторы среды» [278]. Инвестиционная активность – результативный показатель, характеризующий развитие инвестиционной деятельности, представленный в виде реальных инвестиций в экономику.

На наш взгляд, инвестиционная привлекательность наряду с инвестиционными рисками является составной частью инвестиционного потенциала, а инвестиционная активность является, несомненно, мерилем степени использования инвестиционного потенциала и фактической оценкой реального состояния инвестиционного климата в экономике. При этом стоит отметить, что инвестиционная привлекательность - это динамичная и в определенной степени субъективная оценка исключительно благоприятных, мотивационных составляющих условий осуществления инвестиционной деятельности, которые

обладают потенциальной способностью для достижения инвестором целей по получению прибыли (эффектов), в то время, как инвестиционные риски описывают возможные негативные воздействия на инвестиционные процессы. Инвестиционная активность как совокупная величина реальных инвестиционных вложений в экономику характеризует состояние фактического развития инвестиционных процессов в экономике.

В таком разрезе, на наш взгляд, оценка инвестиционного климата принимает более понятный и логически обоснованный алгоритм действий. Учитывая, что современные тренды по решению задач наращивания экономического роста и повышения качества жизни опираются на активное развитие инвестиционных процессов, то и соответственно существенную роль играет наличие и формирование благоприятного инвестиционного климата.

«Анализ и оценка инвестиционного климата является важнейшим аспектом принятия любого инвестиционного решения. От правильности оценки инвестиционного климата зависят последствия, как для инвестора, так и для экономики региона и страны в целом. Адекватная картина его состояния является отправной точкой для разработки региональных программ улучшения инвестиционного климата» [232].

Принимая во внимание важность вопроса об оценке инвестиционного климата как достаточно сложной и интегрированной категории, многими учеными-экономистами были рассмотрены и предложены различные подходы в этом направлении. При этом, на наш взгляд, было бы неверным придерживаться какого-либо одного способа оценки инвестиционного климата. В этой связи, разработка различных подходов оценки является более уместной, а применение того или иного подхода может осуществляться в соответствии со сложившимися фактическими условиями функционирования экономической среды. Основываясь на международной практике и теории развития инвестиционных процессов, можно выделить следующие наиболее характерные подходы к оценке инвестиционного климата.

Первый подход – суженный. «Он базируется на оценке динамики ВВП, национального дохода и объемов производства промышленной продукции; динамики распределения национального дохода, пропорций накопления и потребления; хода приватизационных процессов; состояния законодательного регулирования инвестиционной деятельности; развития отдельных инвестиционных рынков, в том числе фондового и денежного» [83, 67].

Несмотря на то, что данный подход определяется как суженный, на наш взгляд, более уместным было бы его назвать обобщенным, так как он дает общую оценку развития экономики, без детальной привязки трендов развития к динамике инвестиционных процессов. Такой подход скорее подходит для оценки текущего состояния реализованных инвестиционных процессов в данном регионе, но для выявления незадействованного потенциала, новых видов производств и инвестиционных проектов действительно узок и недостаточен.

Второй подход более расширенный и многофакторный. Он основывается на оценке факторов, оказывающих влияющих на инвестиционный климат, а также формирующих инвестиционный потенциал экономики (рис.2.3.2.). В данном подходе применяется детальное рассмотрение и анализ составных элементов, которые имеют существенное и прямое влияние на инвестиционную активность в стране. Такой подход позволяет не только оценить состояние инвестиционных процессов, но и выявить закономерности развития, слабые и сильные стороны инвестиционной среды, т.е. данный подход полностью оправдывает свое название как многофакторной методики оценки. Математическим решением при осуществлении многофакторной «оценки инвестиционного климата различных хозяйственных систем служит сумма множества средневзвешенных оценок по всем факторам, которая рассчитывается по следующей формуле» [265, 59], где все составляющие взвешенную оценку факторы умножаются на свою оценку, а затем суммируются.

<b>Многофакторная оценка инвестиционного климата</b>	
Оценка экономического потенциала	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ресурсный потенциал</li> <li>• биоклиматический потенциал</li> <li>• трудовой потенциал</li> <li>• энергетический потенциал</li> <li>• научно-технический потенциал</li> <li>• инфраструктурный потенциал</li> </ul>
Оценка фактических условий хозяйствования	<ul style="list-style-type: none"> <li>• состояние отраслей материального производства</li> <li>• степень изношенности основных фондов</li> <li>• объемы назавершенного строительства и развитие строительной отрасли</li> <li>• состояние экологической среды</li> <li>• развитость транспортной инфраструктуры</li> <li>• динамика численности субъектов предпринимательства</li> <li>• предпринимательская этика</li> </ul>
Оценка функционирования общих рыночных механизмов и институтов	<ul style="list-style-type: none"> <li>• состояние предпринимательской среды и вовлеченности населения в бизнес</li> <li>• оценка рынка ценных бумаг</li> <li>• развитие приватизационных процессов</li> <li>• оценка инфляционных процессов</li> <li>• развитость конкурентной среды</li> <li>• оценка открытости экономики и экспортных возможностей</li> </ul>
Оценка финансового сектора	<ul style="list-style-type: none"> <li>• структура доходов и расходов бюджета государства</li> <li>• развитие внебюджетных фондов</li> <li>• доступность финансовых ресурсов и уровень банковского процента</li> <li>• развитость межбанковского сотрудничества</li> <li>• структура банковских вкладов и кредитов</li> <li>• динамика сбережений населения</li> </ul>
Оценка политической среды	<ul style="list-style-type: none"> <li>• политическая стабильность и степень доверия населения власти</li> <li>• состояние взаимоотношений уровней власти и политическая солидарность</li> <li>• социальная стабильность и консолидация общества</li> <li>• влияние религиозных институтов на политическую стабильность</li> <li>• оперативность принятия и реализации решений законодательной власти</li> <li>• государственная политика поддержки предпринимательства и инвестиционной активности</li> </ul>
Оценка социальной и культурной среды	<ul style="list-style-type: none"> <li>• уровень жизни населения</li> <li>• развитость медицинского обслуживания</li> <li>• уровень преступности и эффективность правоохранительной системы</li> <li>• величина реальной заработной платы</li> <li>• отношение населения к отечественным и иностранным предпринимателям</li> <li>• культурно-бытовые условия для иностранных специалистов</li> </ul>

*Источник: составлено автором*

**Рисунок 2.3.2. Методика многофакторной оценки инвестиционного климата**

Рассчитанный показатель дополняется сведениями об уровне развития факторов, непосредственно влияющих на состояние инвестиционного климата.

$$Q = \sum(x_i \times p_i), \quad (2.3.1)$$

где  $Q$  – суммарная взвешенная оценка инвестиционного климата страны, региона, отрасли;  $x_i$  – средняя балльная оценка  $i$ -го фактора для страны, региона, отрасли;  $p_i$  – вес  $i$ -го фактора.

Сводный показатель оценки инвестиционного климата не может служить однозначным критерием привлекательности той или иной хозяйственной системы для вложения инвестиций. Однако, в силу того, что многофакторная оценка выполняется в наибольшем соответствии с исходными методологическими принципами, этот способ считается более объективным и информативным.

Третий подход в оценке инвестиционного климата основан на оценке рисков потери инвестиций в сравнении с наличным состоянием инвестиционного потенциала. Данный метод широко применяется российской рейтинговой компанией «Эксперт-РА», которая занимается исследовательско-коммуникационной и кредитно-рейтинговой деятельностью. Суть методики заключается в составлении рейтинговой карты региона на основе сопоставления вероятных возможностей и потерь от инвестиционной деятельности.

«Инвестиционные риски же оцениваются с позиции вероятности потерь инвестиций и дохода, которые могут возникнуть под воздействием различного рода факторов, которые включают, как характерные экономические условия, так и явления, возникающие в результате социально-бытовых особенностей исследуемого хозяйственного пространства. На основе большой группы показателей оценивается рейтинг каждого региона в целом, а также по каждому составляющему блоку инвестиционного потенциала и по каждому риску» [48, 22].

«Основными преимуществами данного подхода являются следующие: его непредвзятость; значимость факторов, определяющих инвестиционный потенциал и инвестиционный риск; доступность, и узнаваемость конечных результатов для



иностранных инвесторов, в связи с тем, что методика принадлежит к основному направлению общепринятой в мировой практике системы мониторинга и оценки. Тем не менее, методика наличествует рядом недостатков: отсутствие взаимосвязи инвестиционной привлекательности и инвестиционной активности; субъективность мнения экспертов и отсутствие ясности методики оценки инвестиционного потенциала и рисков при сведении в интегральный показатель, а также отсутствие системности в отражении характеристик инвестиционного климата региона» [232].

Еще одним способом оценки инвестиционного климата в современных условиях можно выделить методику оценки, основанную на анализе интенсивности инвестиционной деятельности в экономике, которая проявляется через инвестиционную активность. В отличие от представленных выше подходов, в этом подходе за основу принимается не гипотетические факторы инвестиционной привлекательности и составляющие инвестиционного потенциала, а количественные оценки инвестиционного климата посредством определения его инвестиционной активности.

Такой подход является очень информативным в условиях оценки инвестиционных процессов и направления инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики, однако, нельзя не отметить существенный недостаток этого способа – неучтенными остаются финансовые вложения и портфельные инвестиции. Учитывая активное развитие фондовых рынков в мировом масштабе и активное перемещение средств на финансовых площадках, применение одной этой методики недостаточно.

Интересной в плане разработки подходов к оценке инвестиционного климата и привлекательности является комплексная оценка, представленная И. Гришиной, согласно которой инвестиционная привлекательность хозяйственной системы рассматривается как «совокупность социальных, экономических, организационных, правовых, политических и других условий, побуждающих инвестора к инвестиционной деятельности», поэтому оценку по столь сложной, комплексной категории уместно давать посредством интегральной величины.

«Интегральный показатель определяется путем свода числовых значений отдельных частных показателей». При этом числовое значение интегрального показателя по экономике «в целом принимается за единицу, а значения интегральных показателей для регионов определяются по отношению к среднему значению» [131].

Отечественные ученые С.Дж. Комилов и Ф.М. Гафаров в своей монографии «Инвестиционный потенциал региона: теория формирования и пути развития» отмечают, что «...требуются дальнейшие теоретические разработки по повышению эффективности использования инвестиционного потенциала на основе формирования инвестиционного климата в стране в целом и отдельных её регионов. Несмотря на уже имеющиеся труды и исследования, процесс формирования инвестиционного климата с учетом различных оценок инвестиционной привлекательности освещены недостаточно подробно» [53].

Наши исследования в этой области также определяют слабо сформированную методологическую базу для проведения оценки инвестиционного климата. В основном, отечественная практика и подходы к оценке инвестиционной привлекательности основаны на результатах анализа и оценок международных рейтингов.

Так, например, по методологии Всемирного банка для анализа и оценки инвестиционного климата в странах применяются следующие характеристики:

Во-первых, это конкурентоспособность деловой среды, которая само по себе уже о многом может говорить – это и легкость ведения бизнеса и барьеры для вступления на рынок, и предпринимательская ориентированность населения и т.п.

Во-вторых, это восприятие ограничений предпринимателями, которое характеризует качество предпринимательского класса как грамотного и профессионального сословия, способного преодолевать вероятные ограничения и барьеры на пути своего бизнеса.

В-третьих, это наличие объективных и субъективных деловых и инвестиционных барьеров, которое оценивается относительно, в сопоставительном

сравнении предпринимательской и инвестиционной среды в различных странах и регионах.

В-четвертых, это риск и неопределенность политики, которая присутствует во всех странах, однако в зависимости от ее уровня и степени распространения, они могут иметь незначительный вес на инвестиционную активность или оказывать нивелирующее воздействие.

В-пятых, это стоимость операций, которая отражает бухгалтерские издержки инвесторов при реализации хозяйственных операций по инвестиционному проекту. Причем стоит обратить внимание, что, казалось бы, первоочередной, определяющий критерий – величина затрат, в методике Всемирного банка занимает пятую, заключительную позицию.

Отмеченные характеристики, в соответствии с положениями и инструкциями Всемирного банка рассчитываются на основе сочетания статистических данных, нормативной информации и бизнес-исследований. Также отмечается, что с учетом современной повестки устойчивого развития критерии оценки инвестиционного климата должны рассматриваться в более широком контексте развития государства, обязательно должны быть учтены аспекты социальной и экологической безопасности.

Опять же Рабочей группой Всемирного банка были сформулированы основные глобальные международные рейтинги, характеризующие состояние инвестиционного климата [320]. К ним они относят:

- Рейтинг легкости ведения бизнеса (Doing Business Index, DB) – это индекс для сравнения простоты и условий предпринимательской деятельности в разных странах мира, составляемый ежегодно на основе статистических данных;
- Индекс глобальной конкурентоспособности (Global Competitiveness Index, GCI) – это также сравнительное исследование экономик стран мира, определяющее насколько эффективно страна использует ресурсы, которыми располагает. При этом исходным условием, относительно которого

проводится исследование, как правило, предполагает постоянное повышение производительности труда и качества товаров/услуг;

- Обследования предприятий (Enterprise Surveys, ES) – это анализ состояние деловой среды на основе обследования репрезентативной выборки частного сектора экономики на уровне компаний, при этом опросы охватывают широкий круг вопросов деловой среды, включая доступ к финансам, коррупцию, инфраструктуру, конкуренцию и показатели эффективности;
- Индекс качества государственного управления (Worldwide Government Indicators, WGI) – это исследование проводится с целью оценки качества государственного управления по таким направлениям как подотчетность обществу, политическая стабильность, приверженность заявленному курсу, компетентность госслужащих, верховенство закона, степень бюрократии, контроль над коррупцией и т.д.

Если обратить внимание на структуру и содержание приведенных рейтингов и подходы Всемирного банка к оценке инвестиционного климата четко прослеживается ориентация на формирование в первую очередь эффективной деловой среды и грамотного профессионального предпринимательского класса в обществе. На наш взгляд, такой подход является ключевым в решении проблем инвестиционного обеспечения, при котором развитие экономик достигается не за счет постоянного внешнего финансирования и привлечения новых инвесторов и ресурсов, а построение эффективной модели Бизнес – Государство - Общество, способной генерировать как решения, так и ресурсы для своего дальнейшего развития. Кроме того, такой подход решает фундаментальные проблемы формирования благоприятного инвестиционного климата, и может быть оценен как капитальное решение вопросов инвестиционного обеспечения, так как эффективно функционирующая система априори обладает инвестиционной привлекательностью.

Тем не менее, несмотря на авторитетность этих международных рейтинговых институтов и их качественного подхода в решении задач по улучшению инвестиционного климата, нельзя не отметить, что для оценки инвестиционного

климата отдельно взятой страны и её регионов целесообразно использование таких методов оценки, которые учитывают национальных факторы инвестиционного климата, где общественные и ментальные характеристики имеют существенные различия. Кроме того, глобальные межстрановые показатели различных аспектов инвестиционного климата недостаточны для получения полной картины обязательных ограничений и проблем инвестиционной конкурентоспособности.

На данный момент можно констатировать, что, несмотря на острый и стратегический интерес к вопросам активизации инвестиционной деятельности и формирования эффективной инвестиционной политики систематический анализ инвестиционного климата, разработка собственной методологии оценки инвестиционного потенциала, составления различных оценок инвестиционной привлекательности, а также учет и оценка инвестиционных рисков в отечественной теории и практике находятся на стадии становления и формирования. Такое положение, естественно, не может служить национальным интересам развития в долгосрочной перспективе, но следует признать, что формирование собственных подходов, несомненно, требует определенных ресурсов, и в том числе временных.

Инвестиционный климат в промышленности имеет свои специфические особенности, которые обусловлены особенностями производственных процессов, инфраструктурой, финансовой и научно-технической базой, а также рядом других факторов. Рассмотрим основные особенности инвестиционного климата в промышленности в виде таблицы 2.3.1.

Учитывая перечисленные особенности, инвестиционный климат в промышленности требует особого внимания и разработки комплексных программ по привлечению инвестиций, поддержке инноваций и развитию инфраструктуры и позволяет заключить, что в дополнении к стандартизированным показателям инвестиционного климата, всегда присутствуют субъективные и контекстуальные факторы, влияющие на конечную оценку инвестиционного климата в конкретной хозяйствующей системе.

**Таблица 2.3.1. - Особенности инвестиционного климата в промышленности**

Отличительные характеристики инвестиционного климата в промышленности	
Капиталоемкость	Промышленные предприятия, как правило, требуют значительных капиталовложений на стадии создания производственных мощностей, приобретения оборудования, научно-исследовательских работ и т.д. Поэтому инвестиции в промышленность связаны с большими объемами капитала
Технологическая направленность	Инвестиции в промышленность часто связаны с внедрением новых технологий, модернизацией производственных процессов и оборудования, что требует значительных инвестиций в научно-техническую сферу
Долгосрочность	Инвестиции в промышленность обычно ориентированы на долгосрочную перспективу, так как процессы модернизации и развития компаний в этой сфере занимают много времени
Цикличность	Промышленные секторы могут подвергаться циклическим колебаниям в зависимости от экономической конъюнктуры, что требует учета рисков, связанных с возможными снижениями спроса на продукцию
Зависимость от государственной политики	Промышленные предприятия часто зависят от государственной политики, включая торговые соглашения, тарифы, налоговые льготы, субсидии и другие факторы, что оказывает значительное влияние на инвестиционный климат
Инновационная составляющая	В связи с быстрыми изменениями в технологиях и рыночной конкуренцией, инвестиции в промышленность могут требовать постоянных обновлений и модернизаций
Региональные особенности	Инвестиционный климат в промышленности может различаться в зависимости от региона. Некоторые регионы могут обладать лучшей инфраструктурой, более развитой промышленной базой, более выгодными налоговыми ставками и льготами, что может привлечь инвесторов
Энергоемкость	Промышленные предприятия, особенно в тяжелой промышленности, часто являются крупными потребителями энергии. Поэтому стабильность и стоимость энергоснабжения являются важными факторами инвестиционного климата в этой отрасли

*Источник: составлено автором*

В целом, совокупность факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность и климат можно условно подразделить на мягкие и жёсткие факторы. К мягким относят нормативную и законодательную базу, финансовое и налоговое стимулирование, коммуникацию между властью и бизнесом, профессиональную поддержку бизнеса и административные процессы. К жёстким – географическое положение, природные ресурсы, физическая инфраструктура, доступность качественного человеческого капитала и объём внутреннего рынка [71].

В этом отношении именно инвестиционный потенциал имеет определяющее значение в формировании так называемых жестких условий инвестиционного климата.

Детализированная разбивка инвестиционного потенциала на его частные составляющие с обоснованием и указанием методических показателей расчета (рис. 2.3.3.), на наш взгляд, может быть положен в основу формирования национального научного подхода для расчета инвестиционного климата.



Источник: составлено автором

### Рисунок. 2.3.3. Частные составляющие инвестиционного потенциала

При оценке инвестиционного климата такой детализированный подход позволит решить две основные задачи: во-первых, выявление проблем и слабых звеньев в инвестиционном климате страны; во-вторых, выявление, наоборот,



потенциально сильных составляющих инвестиционного климата, которые можно определить, как направления инвестиционной привлекательности деловой среды исследуемой хозяйственной системы.

В целом, суть методики оценки инвестиционного климата исходит из комплексного подхода к исследованию и анализу инвестиционного потенциала, инвестиционных рисков и инвестиционной активности, в результате изучения которых можно агрегировать их общий результат в виде интегральной оценки инвестиционного климата промышленности. Причем стоит отметить, что оценка инвестиционного климата через показатель инвестиционной активности должна носить встречно-проверочный характер и отражать адекватность результатов по анализу инвестиционного потенциала и рисков.

Исходя из этого, следующим этапом является выявления и оценка инвестиционных рисков, которые отражают вероятность потерь инвестиционных ресурсов в связи с внешними условиями среды, и что немаловажно, внутренними характеристиками самого субъекта инвестирования. Инвестиционный риск субъекта складывается, аналогично частным потенциалам, из частных рисков, каждый из которых, можно раскрыть через различные показатели, представленные ниже в табл. 2.3.2.

Инвестиционная активность в промышленности отражает фактическое состояние и динамику процессов инвестиционного характера, которая может быть оценена по следующим критериям:

- объемы и динамика совокупных инвестиций в экономику страны;
- объемы и динамика инвестиций по отраслям экономики;
- объем и динамика инвестиций по регионам страны;
- темпы изменения объемов инвестиций в основной капитал;
- индекс изменение стоимости основных фондов;
- уровень износа основных фондов;
- объем инвестиций в основной капитал в расчете на душу населения;
- изменение численности физических и юридических лиц, занятых в предпринимательской деятельности и т.д.

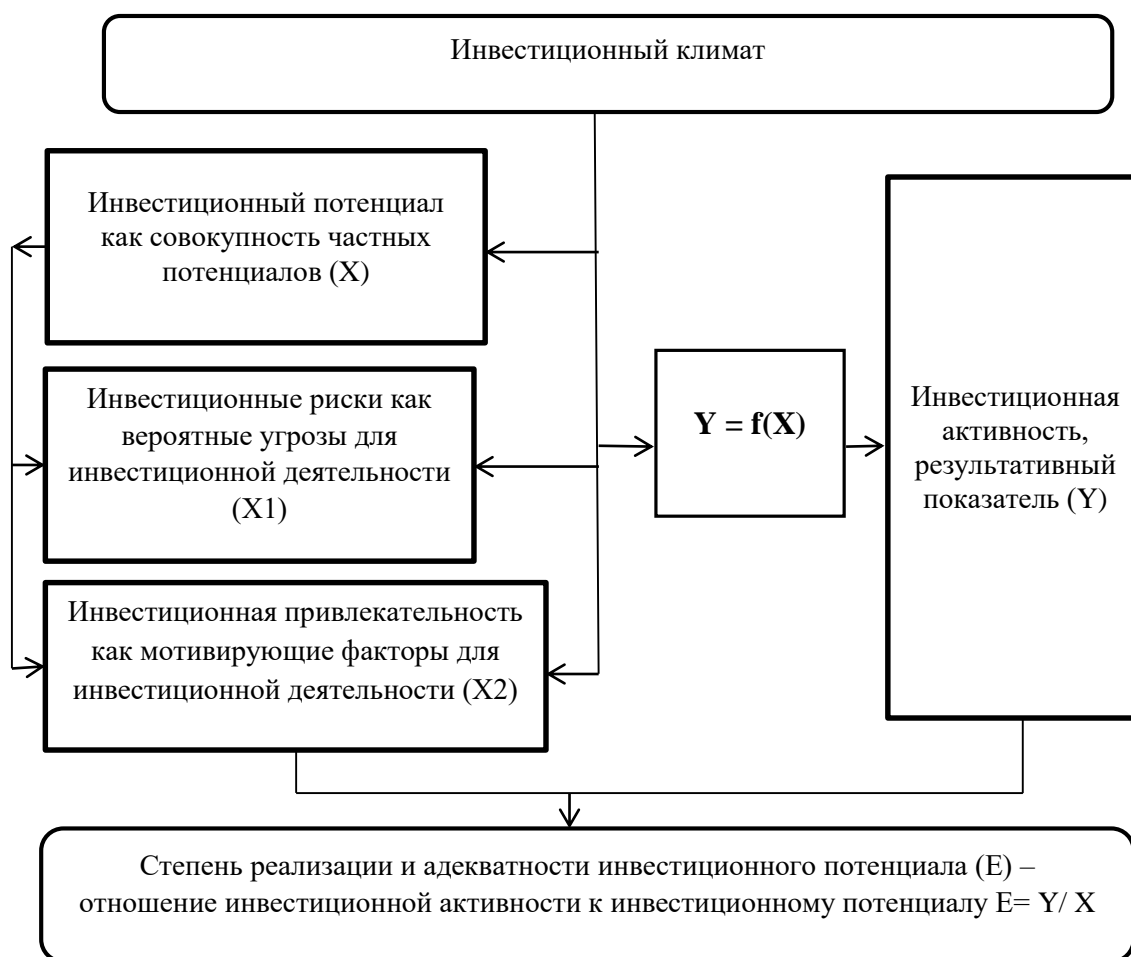
**Таблица 2.3.2. - Составляющие инвестиционного риска**

Виды рисков	Показатели измерения рисков
Экономические риски	<ul style="list-style-type: none"><li>• показатели развития отраслей экономики</li><li>• доля износа основных средств</li><li>• доля убыточных предприятий по отраслям</li></ul>
Социальные риски	<ul style="list-style-type: none"><li>• уровень безработицы в стране</li><li>• структурное соотношение численности населения по уровню доходов</li><li>• уровень преступности и доля преступлений в экономической сфере</li></ul>
Финансовые риски	<ul style="list-style-type: none"><li>• уровень финансовой надежности действующих участников рынка</li><li>• уровень просроченной кредиторской задолженности</li><li>• уровень дебиторской задолженности предприятий</li><li>• обеспеченность бюджета</li></ul>
Управленческие риски	<ul style="list-style-type: none"><li>• объем привлекаемых инвестиций, в том числе иностранных и международных организаций</li><li>• обеспеченность населения социальными услугами</li><li>• уровень коррупции</li><li>• качество исполнения бюджетных обязательств</li></ul>
Экологические риски	<ul style="list-style-type: none"><li>• уровень загрязнения окружающей среды</li><li>• уровень радиационного фона</li><li>• доля экологических издержек в общем объеме затрат</li></ul>
Внутренние риски	<ul style="list-style-type: none"><li>• грамотность и профессионализм руководящих кадров</li><li>• инвестиционная стратегия предприятия</li><li>• качество привлекаемых трудовых ресурсов</li><li>• добросовестность материально-ответственных лиц</li></ul>

*Источник: составлено автором*

Кроме того, инвестиционная активность как совокупность уже реализованных операций по осуществлению инвестиционной деятельности может служить в качестве практической рекомендации и «инвестиционной истории» региона для потенциальных инвесторов, что имеет непосредственное влияние на формирование инвестиционной привлекательности объекта инвестирования. Более того, как было отмечено выше, инвестиционная активность как результативный показатель практической реализации инвестиционных проектов может служить критерием корректности, достоверности и адекватности оценок инвестиционного потенциала и климата.

Исходя из этого, можно заключить, что такие категории как инвестиционный климат, потенциал, привлекательность, риски и активность имеют между собой тесную взаимосвязь и взаимообусловленность (рис. 2.3.4.).



*Источник: составлено автором*

**Рисунок 2.3.4. - Составные части инвестиционного климата в промышленности и их взаимодействие**

В целом, резюмируя представленные выше методики и подходы к оценке инвестиционного климата можно сделать следующие выводы:

1. Экономическая категория «инвестиционный климат» неразрывно связана с понятием «предпринимательская среда». Об этом свидетельствуют и зарубежные подходы к оценке инвестиционного климата и сама содержательно-процессуальная характеристика обоих понятий. Как невозможно предпринимательство без инвестиций, так и инвестиции носят предпринимательское начало.

2. Отечественная практика оценки инвестиционного климата имеет ярко выраженную ориентацию на международные рейтинги, которые при всей своей авторитетности не могут быть универсальными и имеют ряд недостатков, связанных как с объективными, так и субъективными условиями осуществления предпринимательской и инвестиционной деятельности.

3. При разработке национальной методологии оценки инвестиционного климата следует исходить из детализированного анализа таких категорий как инвестиционный потенциал и инвестиционные риски с учетом количественных и качественных значений по показателям, раскрывающим инвестиционный потенциал и риски по исследуемому объекту.

4. Инвестиционный климат в промышленности имеет свои специфические особенности, которые обусловлены особенностями производственных процессов, инфраструктурой, финансовой и научно-технической базой, а также рядом других факторов.

5. Оценка инвестиционного климата носит более широкий и глубокий характер, чем оценка инвестиционной привлекательности. В первом случае есть возможность выявления слабых сторон и проблем в деловой среде (и соответственно их последующее решение), в то время как акцентирование аспектов инвестиционной привлекательности решает цели только по одномоментному привлечению вложений.

6. Инвестиционный климат – это динамичная категория, характеризующая условия инвестиционной деятельности. Поэтому актуальна задача его мониторинга. Кроме того, следует осознавать, что многие условия благоприятного инвестиционного климата не могут быть созданы одномоментно. Эффективный подход в этом отношении предполагает поэтапное и перманентное содействие в улучшении среды, и в этом контексте, опять же возникает необходимость постоянного мониторинга.

7. Следует исходить из понимания, что что инвестиционный климат – это макроэкономическая категория, состоящая их множества подсистем национальной экономической системы, которая в условиях грамотного регулирования способствует максимально эффективной реализации хозяйственных процессов и отношений, оптимизации ресурсного потенциала, формированию рациональных парадигм, инновационному и устойчивому экономическому росту. Следовательно, и подход для реализации благоприятного инвестиционного климата должен носить всесторонний и комплексный характер.

Таким образом, направления развития национальной экономики, ее структурной перестройки, оптимизации отраслевого развития и деятельности предприятий, которые способны обеспечить стране качественный экономический рост взаимосвязаны с формированием благоприятного инвестиционного климата, оценка которого обусловлена исследованием его составных частей. В этом контексте, справедливым будет признать, что важной задачей развития экономики является формирование инвестиционной политики, способной повысить качество основных характеристик инвестиционного климата в стране, что будет способствовать активизации инвестиционной деятельности.

В целом, исследование методологических основ оценки инвестиционной деятельности и механизма инвестиционного обеспечения играет важную роль поскольку предоставляет инвесторам информацию о потенциальной доходности, рисках, затратах и других ключевых параметрах проекта, что позволяет принимать обоснованные решения о вложении капитала; позволяет оптимизировать распределение капитала между различными активами с целью минимизации рисков и максимизации доходности своих ресурсов; качественная оценка позволяет увеличить вероятность привлечения финансирования со стороны внешних и внутренних инвесторов, которая в долгосрочной перспективе позволит также приобрести репутационные и конкурентные преимущества.

## **ГЛАВА 3. АНАЛИЗ И ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИХ СТРУКТУР В ПРОМЫШЛЕННОСТИ РЕСПУБЛИКИ ТАДЖИКИСТАН**

### **3.1. Современное состояние инвестиционной деятельности в Республике Таджикистан и макроэкономические предпосылки ее развития**

Активность инвестиционного процесса, по существу, определяет жизнедеятельность экономики. Чем эффективнее протекают процессы расширенного воспроизводства капитала, тем успешнее развиваются производственный аппарат и социальная инфраструктура страны. Инвестиционная деятельность, ее структура, мощность и степень воспроизводства финансовых активов во многом зависят от макроэкономического состояния национальной экономики. Макроэкономическое состояние и активизация инвестиционной деятельности взаимосвязаны и могут оказывать значительное влияние друг на друга. Положительное макроэкономическое состояние, такое как рост ВВП, снижение уровня безработицы, низкая инфляция и устойчивые финансовые рынки, обычно способствует активизации инвестиционной деятельности. Предприниматели и инвесторы более склонны к инвестированию в таких условиях, так как они видят больше возможностей для получения выгоды от своих инвестиций.

Так, например, высокий уровень экономического роста часто способствует увеличению инвестиций, поскольку компании видят перспективы для расширения бизнеса и увеличения прибыли в перспективе, а высокий уровень инфляции или процентных ставок может повысить затраты на кредитование для инвестиций, что, наоборот, может сдерживать активность в этой сфере. Государственное финансирование и инвестиции может повлиять на частные инвестиции через множественные каналы, создавая более широкие перспективы для бизнеса. Низкий уровень безработицы поощряет потребление и делает рынок более привлекательным для инвестиций.

Учитывая эти и другие макроэкономические факторы, можно констатировать, что уровень и направление инвестиционной деятельности в значительной мере зависит от текущего макроэкономического положения в стране или регионе.

При этом стоит учесть и обратную связь, когда активизация инвестиционной деятельности может также оказать положительное влияние на макроэкономическое состояние. Инвестиции способствуют созданию новых рабочих мест, стимулируют экономический рост и повышают уровень производства и спроса на товары и услуги. Это, в свою очередь, вызывает рост ВВП, улучшение качества жизни населения и снижение безработицы.

Рассмотрим некоторые макроэкономических показатели на предмет связи с инвестиционной деятельностью в нижеприведенной таблице 3.1.1., к которым нами отнесены: во-первых, инфляция как показатель, имеющий прямое отношение к экономической активности населения; во-вторых, безработица как показатель, отражающий число занятых в экономике; в-третьих, доходы и расходы населения как величины, определяющие соотношение и баланс денежной массы в экономике; в-четвертых, ставка рефинансирования как показатель, определяющий и задающий импульс общей финансовой конъюнктуре.

Данные таблицы 3.1.1. позволяют заключить, что между показателем инфляции и объемом капитальных вложений (инвестиций) наблюдается тесная взаимосвязь, которая проявляется тем, что в период снижения стоимости денег (рост инфляции) также наблюдается снижение инвестиционной активности, а в обратном случае – понижение инфляции влечет рост капитальных вложений. Данные по объемам инвестиционных вложений позволяют заключить, что в период с 2010 по 2022 годы наблюдается стабильный рост капиталовложений в экономике, причем наблюдается увеличение темпов роста инвестиций после 2015 года. При этом снижение объемов капитальных вложений к предыдущему году наблюдается в 2019 и 2020 годах, однако, причины этих «сбоев» носят скорее экзогенный характер (Ковид-19, МФК) и не связаны с внутренними перепадами отечественной экономики. При этом 2021 год характеризуется резким скачком роста

капиталовложений. Это может быть связано как с достижениями экономической политики Правительства республики, так и мировым ростом инвестиционной активности.

**Таблица 3.1.1. - Влияние макроэкономических показателей на инвестиционную деятельность**

Годы \ Показатель	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Капитальные вложения, млн.сомони	4669,4	9749,9	11179,7	11371,6	13361,0	12517,8	11775,5	15124,9	16655,2
Инфляция, %	9,8	5,1	6,1	6,7	5,4	8,0	9,4	8,0	4,2
Безработица, %	2,1	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1
Доходы населения, млн.сомони	13256,0	25569,8	31373,0	37247,5	41083,9	47986,3	65347,0	80508,8	95124,6
Расходы населения, млн.сомони	13948,5	34968,0	36711,7	38430,6	42346,4	48857,2	72555,7	91885,0	110606,2
Среднегодовая ставка рефинансирования, %	8,5	8,0	9,7	15,1	14,2	13,7	11,6	12,1	11

*Источник: составлено автором на основе Статистический ежегодник Республики Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. - 410с.*

Так, в Докладе о мировых инвестиция 2022 отмечается, глобальные потоки прямых иностранных инвестиций в 2021 году составили 1,58 трлн. долл., что на 64 % больше по сравнению с исключительно низким уровнем 2020 года. Восстановление продемонстрировало значительный импульс благодаря росту рынков слияний и поглощений и быстрому росту международного проектного финансирования из-за благоприятных условий финансирования и крупных программ льгот для развития инфраструктуры [312]. Кроме того, всплеск экономической активности стал ответной реакцией бизнес сообщества на вынужденный застойный период пандемии.

Также согласно данным таблицы 3.1.1. за весь исследуемый период наблюдается устойчивый тренд превышения расходов населения над доходами, что не может не беспокоить, так как из этого следует, что у населения практически отсутствуют сбережения, которые в свою очередь могут позитивно влиять на рост



инвестиционного процесса, выступая тем самым дополнительным резервом развития и финансирования.

Безработица имеет относительно стабильное значение и в данном случае не позволяет констатировать наличие связей с инвестиционными и инфляционными колебаниями.

Один из наиболее важнейших финансовых инструментов, используемый как главный регулятор инфляционных и в дальнейшем инвестиционных процессов – ставка рефинансирования, полностью оправдывает свою регулятивную функцию и позволяет обнаружить связь между ставкой рефинансирования и уровнем инфляции, который в свою очередь связан с активизацией капиталовложений. Согласно, представленным данным можно отметить, что Национальный банк активно использует этот инструмент для регулирования темпов инфляции в стране.

Промышленность в Республике Таджикистан складывается из трех составных частей: добывающей, обрабатывающей промышленности и производства электроэнергии, газа и воды. Все направления промышленного сектора страны официально объявлены сферами приоритетного развития и имеют важное значение в решении задач по повышению качества жизни граждан. Динамику развития отраслей промышленности рассмотрим в табл.3.1.2.

**Таблица 3.1.2. - Основные показатели развития промышленности по отраслям**

Показатель	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>1. Число промышленных предприятий</b>							
Добывающая промышленность (ДП)	232	229	249	250	264	291	303
Обрабатывающая промышленность (ОП)	1772	1732	1806	1746	1846	1927	2318
Производство и распределение электроэнергии, воды, газа и тепла (ПРЭ)	39	38	106	168	173	179	181
<b>Всего</b>	<b>2043</b>	<b>1999</b>	<b>2161</b>	<b>2164</b>	<b>2283</b>	<b>2397</b>	<b>2802</b>
<b>2. Численность промышленно-производственного персонала, тыс.чел.</b>							
ДП	9,7	9,6	10,2	11,1	12,6	16,6	12,8
ОП	57,6	60,9	56,5	59,2	59,3	58,9	60,1
ПРЭ	13,7	16,4	18,9	13,9	12,4	12,8	13,4

Всего	80,9	86,8	85,6	84,2	84,2	85,3	86,3
3. Доля среднегодовых промышленно-производственных основных фондов, в % к итогу							
ДП	10,2	12,3	12,0	14,6	18,8	18,9	21,9
ОП	62,2	59,5,6	52,2	49,9	41,3	43,2	43,7
ПРЭ	27,6	32,1	35,8	35,5	39,9	37,9	34,4
Всего	100	100	100	100	100	100	100
4. Объем промышленной продукции, млн.сомони							
ДП	3004	4524	4686	4853	4309	8409	8906
ОП	9368	11776	13520	15952	19054	22313	26497
ПРЭ	2718	3729	5688	6808	7527	8107	7622
Всего	15090	20029	23894	27613	30890	38829	43025
5. Индекс объема промышленной продукции, в % к предыдущему году							
ДП	153,6	121,7	112,0	112,6	97,4	155,2	97,3
ОП	112,5	122,9	112,1	115,3	114,1	115,3	113,5
ПРЭ	103,7	116,7	107,5	105,6	100,1	112,7	98,3
Всего	116,0	121,3	110,6	113,2	108,8	120,8	109,7
6. Структура отраслей промышленности, %							
ДП	19,9	22,6	19,6	17,6	13,9	21,6	20,7
ОП	62,1	58,6	56,6	57,8	61,7	57,5	61,6
ПРЭ	18,0	18,8	23,8	24,6	24,4	20,9	17,7
Всего	100	100	100	100	100	100	100

Источник: составлено автором на основе Промышленность Республики Таджикистан //Статистический сборник - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. 90 с.

Анализ данных табл. 3.1.2. позволяет заключить:

✓ По первому показателю уверенный рост приходится на энергетический сектор, который за период 2016-2022 гг. возрос более чем в 4,5 раза или на 142 предприятия, около 25% составил рост предприятий обрабатывающей промышленности, также в пределах 25% увеличилось и число предприятий добывающей промышленности. В целом, на конец исследуемого периода отмечается стабильная положительная динамика по всем отраслям промышленности.

✓ Второму показателю менее характерны стабильные значения в целом по промышленности и по ее секторам, траектория которых имеет зигзагообразный вид, в целом за исследуемый период рост численности промышленно-производственного персонала составил 5,4 тыс.чел. из которых 3,1 тыс.чел. приходится на предприятия добывающих отраслей, а 2,5 тыс.чел. – обрабатывающий сектор, при этом численность занятых в энергетике снизилась на

0,3 тыс.чел. и принимая во внимание значительный рост предприятий данного сектора можно оценить этот результат как неоднозначный.

✓ В структуре среднегодовых промышленно-производственных основных фондов удельные доли добывающего сектора и энергетики возросли на 11,7% и 6,8% соответственно, в то время как в обрабатывающей промышленности отмечается отрицательная динамика в 18,5%.

✓ Четвертый показатель за весь исследуемый период в целом по промышленности показывает стабильный рост в пределах 2,8 раз, при этом в добывающей, обрабатывающей и энергетическом секторах за весь период объем производства увеличился одинаково в пределах 2,8- 2,9 раз.

✓ Пятый показатель в период 2016-2022 гг. демонстрирует значительные колебания как по отдельным отраслям, так и по промышленности в целом, что на конец исследуемого периода вытекает в снижение значений показателя.

✓ В структуре промышленности Республики Таджикистан в исследуемом периоде долевое соотношение по основным секторам значительных изменений не демонстрируют.

Достижение целей по наращиванию промышленного производства и индустриализации предполагает рост инвестиций в объекты производственного назначения. Рассмотрим динамику этих процессов в таблице. 3.1.3, представленной ниже.

Так, данные табл. 3.1.3. демонстрируют некоторые противоречия, в частности наблюдается снижение показателя Ввод в действие основных фондов в период с 2017 до 2022 года на 875 млн. сомони (13%); значение показателя Инвестиции по объектам непроизводственного назначения за исследуемый период имеют стабильный рост, в то время как значению показателя Инвестиции по объектам производственного назначения присущ зигзагообразный характер, и в итоге на конец исследуемого периода разница в пользу непроизводственных объектов составляет 558 млн.сомони. За период 2017-2022 гг. удельный вес инвестиций и строительной деятельности в структуре ВВП лишь единожды имел положительной значение, а в крайние 4 года данный показатель имеет значения

ниже базисного 2017 года. Такие значения основных показателей инвестиционной деятельности в условиях заданных целей по индустриализации оцениваются как неудовлетворительные и могут свидетельствовать о неэффективном распределении инвестиций.

**Таблица 3.1.3. - Основные показатели инвестиционной и строительной деятельности в Республике Таджикистан в 2017-2022 гг., млн.сомони**

Показатель	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ввод в действие основных фондов	6678	4859	7033	7266	5561	5803
Инвестиции в основной капитал	11371	13360	12517	11775	15124	16655
По объектам производственного назначения	7556	9259	7549	6938	7628	8048
По объектам непроизводственного назначения	3814	4101	4968	4837	7496	8606
Удельный вес инвестиций и строительной деятельности в ВВП, %	11,9	13,2	11,7	10,6	11,3	7,9

*Источник: составлено автором на основе Стратегия развития Республики Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. - ббс.*

Исследуя состояние инвестиционных процессов в Республике Таджикистан, особо стоит отметить о позитивной роли государства и его инвестиционной деятельности, рассмотренной на представленной ниже таблице 3.1.4., согласно которой по итогам первого полугодия 2023 года в стране реализуется 82 государственных инвестиционных проектов на общую сумму 49,1 млрд. сомони (4,50 млрд. долларов США). При этом с момента реализации государственных проектов освоено около трети запланированных средств, что составляет порядка 21,3 млрд. сомони (1,95 млрд. долларов США). Из этих средств на первую половину 2023 года приходится 3,26 млрд. сомони (298,7 млн. долларов США), что в сумме равно 106 процентам финансового плана отчетного периода [8].

**Таблица 3.1.4. - Структура освоения государственных инвестиционных проектов по итогам 1го полугодия 2023 года**

Сектор экономики	Число действующих проектов	Сумма финансирования, млн. долларов США	Доля от общего объема освоения финансирования, %
Энергетика	17	80,0	26,7
Транспорт	14	120,5	40,3
Здравоохранение	9	23,8	7,9
ЖКХ	13	18,0	6
Сельское хозяйство	3	8,1	2,7
Экология	8	7,4	2,4
Образования	6	12,3	4,1
Ирригация	4	7,1	2,3
Прочее	8	21,4	7,1
Всего	82	298,6	100

*Источник: составлено автором на основе Министерство экономического развития и торговли Республики Таджикистан //Экономика Таджикистана: стратегия развития. Душанбе. 2023. – С. 45.*

Согласно данным таблицы 3.1.4. наибольшее число реализуемых инвестиционных проектов приходится на энергетический сектор и транспорт, что объясняется и согласовывается со стратегическими целями страны, в которых первоначально обозначено развитие энергетики и транспортной инфраструктуры. Такой подход и тенденция в реализации государственной инвестиционной политики не может не обнадеживать и подтверждает приверженность политики к решению наличных проблем и реализации целей развития страны. Стоит отметить также, что львиная доля государственных инвестиционных проектов осуществляется на безвозмездной основе (50 проектов), 28 проектов финансируется на смешанной основе (гранты и кредиты) и лишь 4 проекта имеют кредитное финансирование.

Для реализации государственных инвестиционных проектов в приоритетных секторах страны с партнерами по развитию подписаны новые соглашения на сумму более 2,3 млрд сомони (208,6 млн долларов США), 99% которых составляют грантовые средства.

Согласно данным Национального банка Таджикистана, в страну по итогам первого и второго кварталов 2023 года было привлечено 906,0 млн. долларов иностранных инвестиций. Также проведены мероприятия по привлечению в экономику страны прямых иностранных инвестиций в объеме 4 млрд. сомони до

конца года на основе заключения дополнительно еще 5 инвестиционных соглашений.

За этот период с целью представления инвестиционных возможностей и привлечения большего количества прямых иностранных инвестиций было проведено в общей сложности более 10 форумов и конференций с такими странами, как Великобритания, Россия, Швейцария, Испания, Азербайджан, Казахстан, Туркменистан, Китайская Народная Республика, Южная Корея и Чехия.

В рамках указанных мероприятий подписано и поэтапно реализуется более 120 коммерческих и инвестиционных документов в сферах промышленности, сельского хозяйства, туризма, энергетики, фармацевтики, финансов и торговли.

В целях повышения деловой активности Правительством страны принята Программа государственной поддержки и развития частного сектора в Республике Таджикистан на 2023-2027 годы от 1 марта 2023 года, в которой предусмотрена реализация ряда реформ для развития частной предпринимательской инициативы, принят проект Закона Республики Таджикистан «О разрешительной системе» от 22 июня 2023 г. № 1968., разработанный в новой редакции, который ориентирован на совершенствования отраслевого законодательства и сокращения перечня лицензионно-разрешительных документов до 60 процентов. За этот период в результате реализации реформ в сфере проверки деятельности хозяйствующих субъектов в республике количество проверяющих органов было сокращено с 27 до 23.

Согласно статистическим данным, по состоянию на начало 2023 года в стране действуют 345,3 тысячи субъектов хозяйствования, что на 7 тысяч или 1,4 процента больше, чем за аналогичный период прошлого года, из которых 311,9 тыс. составляют индивидуальные предприниматели и 33,4 тыс. юридические лица [22].

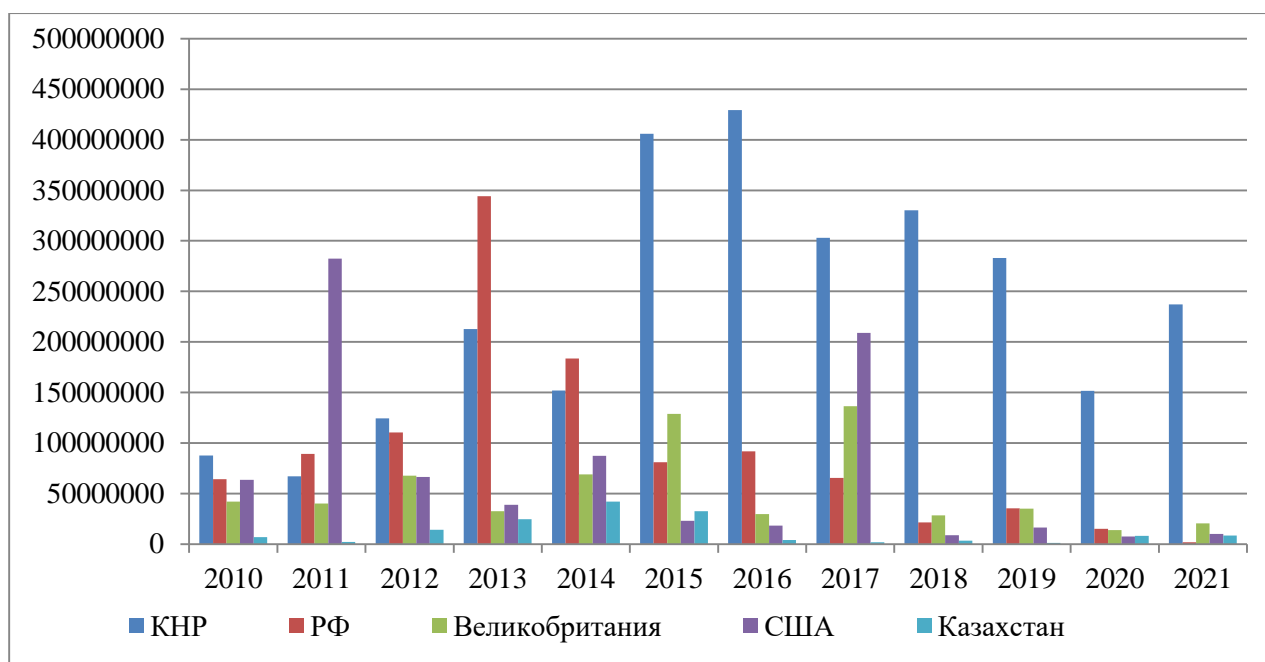
За отчетный период для частного сектора страны со стороны финансово-кредитных организаций было задействовано более 9,3 млрд. сомони, что по сравнению с аналогичным периодом 2022 года больше на 1,3 млрд. сомони или на 34,4%.

В частности, в 2023 году со стороны Государственного учреждения «Развитие предпринимательства Таджикистана» при Государственном комитете по инвестициям и управлению государственным имуществом и его филиалах в городах Бохтар, Хорог, Худжанд и Куляб было проведено более 300 обучающих семинаров и разъяснительных мероприятий для представителей частного сектора с широким спектром деятельности.

В первом полугодии 2023 года Государственным комитетом по инвестициям и управлению государственным имуществом реализованы необходимые меры по эффективному и целевому использованию государственного имущества, и в результате принятых мер в государственный бюджет поступило более 80,0 млн. сомони за счет приватизации и эффективного использования государственного имущества.

По данным Агентства по статистике при Президенте Таджикистана общий приток иностранных инвестиций в 2007-2021 годах составил около \$11 млрд., из которых \$4,8 млрд. составляют прямые инвестиции, \$5,7 млрд. – другие виды инвестиций и \$500 млн. – портфельные инвестиции [22].

Инвестиции в отечественную экономику со стороны иностранных инвесторов в период с 2010 – 2021 годов поступили более чем из 60 стран мира, однако, при этом нельзя отметить, что иностранные инвестиционные потоки носят диверсифицированный характер, так как значительные доли приходятся на Китай, Россию, Британию, США и Казахстан, как видно по рис. 3.1.1. С 2010 года Китай является крупнейшим инвестором в экономику Таджикистана. Общая доля инвестиций Китая в отечественную экономику составляет более 2,7 миллиарда долларов, что делает его «главным» инвестором в Таджикистане в настоящее время, о чем свидетельствует статистика последних десяти лет. Доля китайских партнеров по развитию значительно преобладает в структуре притока иностранных инвестиций в отечественную экономику.



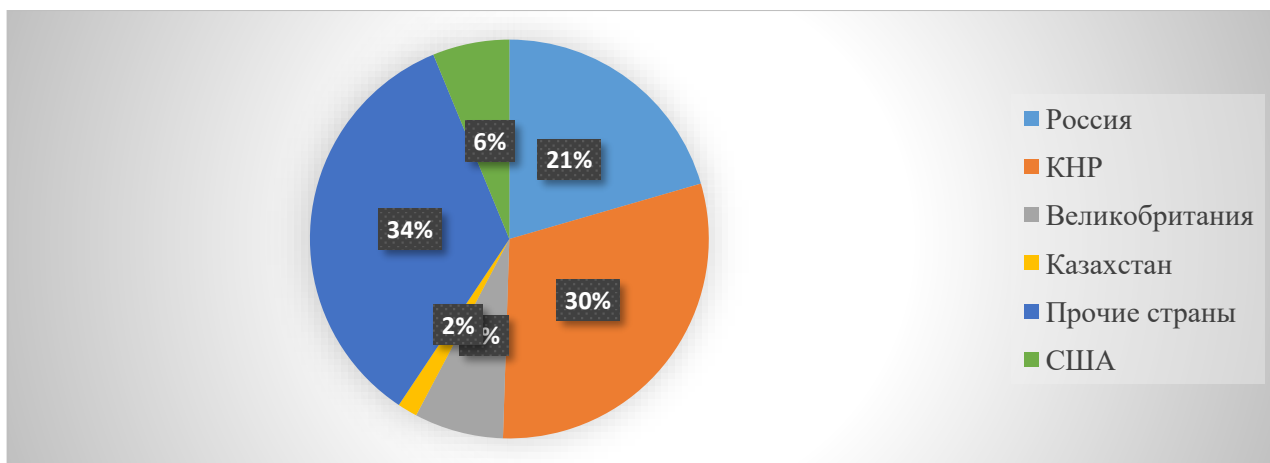
Источник: составлено автором на основе Статистический ежегодник Республики Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2022. - 410с.

### Рисунок 3.1.1. - Динамика инвестиций по основным странам-партнерам

Как видно по представленной диаграмме на рисунке 3.1.2., на Китай и Россию приходится половина всех инвестиций в республику, что вполне объясняется геополитическими интересами этих мировых держав в регионе. Вполне вероятно, что менее крупные инвесторы, столкнувшись с различными трудностями и приняли решение о прекращении деятельности. В целом, это может свидетельствовать о том, что экономика Таджикистана представляет интерес для широкого круга инвесторов. Однако, предпринимательская среда и инвестиционный климат пока не может предоставить лучшие условия для привлечения инвестиций из дифференцированных источников.

Китай является главным инвестором в экономику Таджикистана, доля которого составляет 30% от общего объема иностранных инвестиций (2783,9 млн. долларов). Китайские инвестиции направляются в различные сферы: добывающая промышленность, строительство, финансовый сектор, связь, импорт и установка оборудования. Наибольшая активность китайских инвесторов пришлась на 2016 год, по объективным причинам наблюдалось заметное снижение во время пандемии Covid-19. В 2021 году после преодоления пандемических ограничений снова наблюдается процесс восстановления инвестиционных притоков.





*Источник: рассчитано автором на основе Статистический ежегодник Республики Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2022. - 410с.*

**Рисунок 3.1.2. - Доли инвестиций в Таджикистан по странам-партнерам на начало 2023г**

Характерными чертами китайских инвесторов являются прямые капиталовложения в экономику Таджикистана, посредством создания новых предприятий или портфельного инвестирования в действующие предприятий. Также Китай инвестирует в экономику Таджикистана через льготные кредиты, которые выделяются под низкие процентные ставки на длительные сроки. Это достаточно, выгодное финансирование, однако, китайские инвесторы выделяют эти средства при условии, что эти проекты должны реализовать китайские же компании, что опять же свидетельствует о двойственном характере китайских инвестиций.

При такой схеме инвестирования вполне резонно возникает вопрос об эффективности таких инвестиций, однако, не стоит забывать, экономическую природу инвестиций, как вложения для получения прибыли самим инвестором, а не для решения проблем получателя инвестиций.

Второе место после Китая занимает Россия с долей в 21% или 1,9 миллиарда долларов. Россия на протяжении всего периода независимости является одним из ключевых и стратегических экономических партнеров Таджикистана, которая инвестирует в основном в промышленные (энергетика, геология, строительство) и социальные (здравоохранение, образование), инфраструктурные (связь) отрасли экономики Таджикистана.

Инвестиционное участие России было особенно активно в Таджикистане после окончания Гражданской войны, когда реализовывались крупные проекты, и она была лидером по инвестициям в экономику Таджикистана до 2014 года.

Процесс сокращения российских инвестиций наблюдается с 2016 года, при этом различные специалисты связывают это сокращение как проблемами инвестиционного климата в Таджикистане, так и с изменением политических приоритетов, а также санкционным давлением на Российскую федерацию, что вполне вероятно, и эти процессы могли повлиять на сокращение притока российских инвестиций в Таджикистан. Эта тенденция также характерна для большинства стран-инвесторов Таджикистана.

Далее по списку идут Великобритания с \$671,2 млн., США - \$577,6 млн., объем инвестиций из Казахстана составляет \$149,3 млн. Рассмотрим более подробно их инвестиционную деятельность в нашей экономике.

Великобритания также проявляла значительную инвестиционную активность в Таджикистане, которая приходится на 2015 и 2017 годы, но, с 2017 года можно обнаружить процесс сокращения инвестиций из этой страны. Опять же по традиции инвестиции из Великобритании направлены промышленный сектор, в частности, добывающую промышленность, строительство, геологоразведку и другие направления.

Можно отметить, о наличии выраженной заинтересованности иностранных инвесторов в горнорудной и добывающей промышленности Таджикистана, что соответствует классике «инострannого инвестирования», ориентированного на разработку источников сырья и получения доступа к природным ресурсам. Такая тенденция требует от отечественной стороны активного и качественного анализа эффектов от иностранных инвестиций в долгосрочной перспективе.

Заинтересованность американских инвесторов также связана с вложениями в добывающую промышленность, финансовый сектор, сельское хозяйство, логистику и коммуникации, а также социальные сферы (здравоохранение, образование, водоснабжение). Инвестиционным потокам из США также характерно сокращение в крайние годы, а в целом, тренд имеет зигзагообразный

вид с периодами роста и снижения. Наибольшая инвестиционная активность США приходится на 2017 год.

Казахстан также проявлял заинтересованность в инвестировании отечественной экономики, и его инвестиционная активность приходится на период с 2012 по 2015 годы, но в 2016 году инвестиции из Казахстана резко сократились. Направления казахских инвестиций, связаны с традиционными для всех иностранных инвесторов, секторами экономики.

Учитывая негативный характер явления, при котором один инвестор может занять монопольное положение на рынке, считаем необходимым и целесообразным провести анализ независимости стран-инвесторов и используя матрицу парных коэффициентов корреляции оценим взаимосвязь основных инвесторов Республики Таджикистан. Более того практика такого анализа должна быть внедрена в оперативной деятельности государственных органов, связанных с развитием инвестиционных процессов в стране. Это может быть применительно для соответствующих департаментов как в Государственном комитете по инвестициям и управлению государственным имуществом, Министерстве торговли и экономического развития, Министерстве промышленности и новых технологий и т.д.

В исследуемом периоде между странами-инвесторами Таджикистана не наблюдается каких – либо договоренностей, и решение о направлении инвестиций в экономику Республики Таджикистан принимается ими независимо друг от друга. Об этом свидетельствуют значения таблицы, которые близки к нулю. При этом можно отметить, что наибольшее значение результатов корреляции приходится на пару Россия – Казахстан, что свидетельствует об адекватности данного анализа (табл. 3.1.5.).

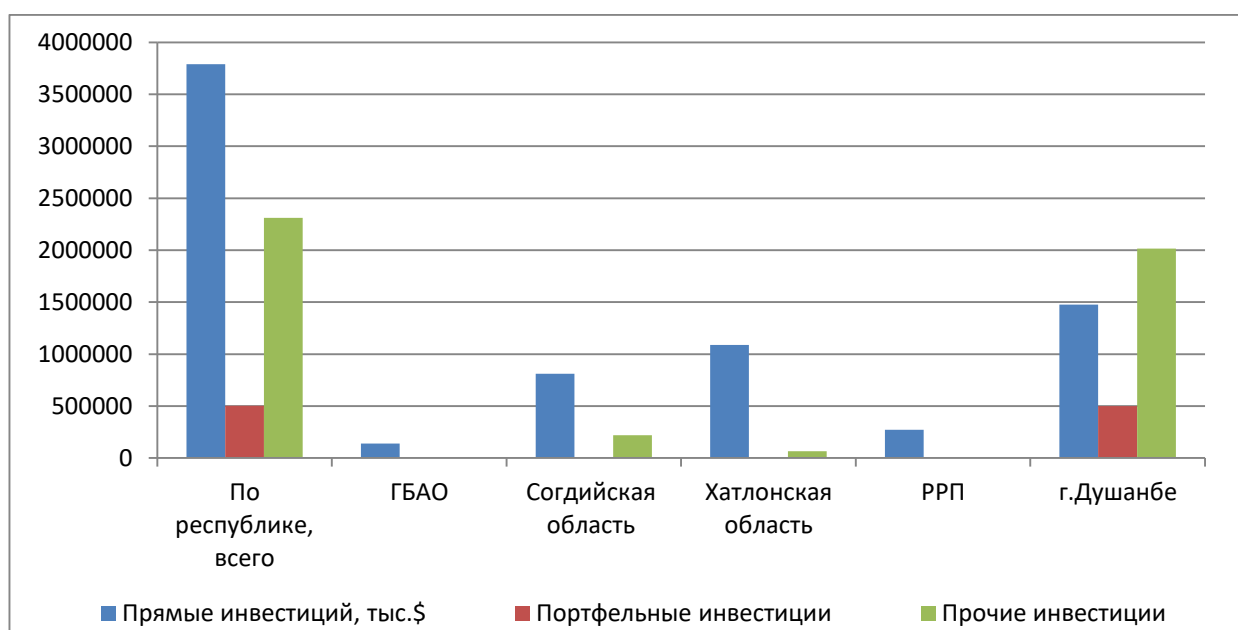
**Таблица 3.1.5. - Матрица парных коэффициентов корреляции**

	<i>КНР</i>	<i>Россия</i>	<i>Англия</i>	<i>США</i>	<i>Казахстан</i>
КНР	1				
Россия	-0,1423	1			
Англия	0,2878	0,0623	1		
США	-0,4049	0,0842	0,3664	1	
Казахстан	-0,0205	0,5819	0,3358	-0,1789	1

*Источник: рассчитано автором*

Продолжая анализ развития инвестиционной деятельности в Таджикистане рассмотрим активизацию инвестиционных процессов в территориальном разрезе. На рисунке 3.1.3. приведены данные по привлеченным на начало 2022 года инвестициям по регионам республики. По итогам 2021 года объем накопленных инвестиций в национальную экономику составил 6602,0 млн. долл.США, при этом 57,5% (3789,1 млн.долл.США) составляют прямые инвестиции; 7,6% (502,6млн.долл.США) – портфельные инвестиции; 34,9% (2310,2млн.долл.США) – прочие инвестиции. Стоит заметить, что под прочими инвестициями в основном подразумеваются льготные кредиты и займы, и величина в 34,9% свидетельствует о высокой доле привлечения кредитных средств, что нельзя оценивать, как достаточно эффективный показатель.

Говоря, о распределении привлеченных инвестиций по регионам страны можно констатировать, что наибольшая доля инвестиций приходится на столицу республики, далее наиболее привлекательными являются Хатлонская область, Согдийская область, Районы республиканского подчинения и замыкает рейтинг Горно-бадахшанская автономная область страны (рис. 3.1.3).



*Источник: составлено автором на основе Строительство в Республике Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. - 66с.*

**Рисунок 3.1.3. - Структура привлеченных инвестиций по регионам Таджикистана на начало 2022 года**

Стоит отметить, что привлечения инвестиций в Хатлонскую область носят наиболее эффективный характер с учетом того, что туда привлечены самые «эффективные» инвестиции – прямые. В регионе наблюдается наименьшая доля кредитных средств при достаточно высокой доле прямых инвестиций и полностью отсутствуют портфельные инвестиции.

Столица страны отмечается наибольшей инвестиционной привлекательностью, что вполне объясняется наличием развитой инфраструктуры, однако, доля привлеченных кредитных средств превалирует над прямыми инвестициями. Это в долгосрочной перспективе может налагать дополнительные риски и нагрузку на бюджет города. Но в целом, учитывая более развитое положение – это вполне может быть оправдано.

Районы республиканского подчинения, несмотря на достаточно близкое расположение к столице, на 2021 год пока не показывают высокую инвестиционную активность и лишь немногим опережает показатели по ГБАО, где отмечается самый низкий уровень привлечения прямых инвестиций. И если в случае с РРП это вызывает некоторое недоумение, то ГБАО, характеризующаяся сложным географическим рельефом, климатом, отдаленностью и неразвитой транспортной инфраструктурой вполне объяснима ее непопулярность. Однако, природный потенциал по полезным ископаемым и близость к Китаю в среднесрочной перспективе может способствовать наращиванию инвестиций в данный регион страны.

Согдийская область, которой всегда была характерна высокая инвестиционная привлекательность по итогам 2022 года пока занимает 3 место по объемам привлечения прямых инвестиций.

Исходя из всех вышеприведенных данных по иностранным инвестициям в экономику Таджикистана можно сделать следующие обобщенные выводы:

- Макроэкономическая конъюнктура национальной экономики имеет непосредственной отношение к активизации инвестиционных процессов, в частности это подтверждается устойчивой связью между уровнем инфляции и объемам инвестиций в экономику. Данная закономерность была определена еще

теориями экономического роста и также была подтверждена эмпирическими результатами национальных экономик стран мира, в том числе и Таджикистана. Это позволяет сделать вывод, что регулирование экономики посредством макроэкономических инструментов и показателей (инфляция, ключевая ставка) может способствовать развитию инвестиционной деятельности в экономике страны.

- Реализация государственных инвестиционных проектов в стране направлена на достижение стратегических целей государства, обозначенных в СНР Таджикистана – 2030. Кроме того, можно отметить, что тематика государственных инвестиционных проектов имеет выраженную привязанность к Целям устойчивого развития, естественно, это предопределено как с важностью самой Повестки устойчивого развития, так и с лояльностью международных доноров к финансированию импакт- проектов. На основе этого можно заключить, что при разработке как отраслевых стратегий развития промышленности, так бизнес-планов частным сектором необходимо учесть ЦУР, что в свою очередь, может способствовать расширению круга потенциальных инвесторов.

- Инвестиционную активность по регионам пока нельзя назвать сбалансированной и основными центрами привлечения инвестиций, традиционно, остаются г. Душанбе, Хатлонская область и Согдийская область соответственно. Это дает основание сделать вывод о необходимости принятия ряда мер по обеспечению равномерного распределения инвестиционных потоков, на основании выявления и (или) формирования конкурентных преимуществ для менее развитых регионов страны.

- Основным инвестором в экономику Таджикистана является и, по всей видимости, как минимум в среднесрочной перспективе останется Китай, поскольку треть притока иностранных инвестиций в Таджикистане в период 2010-2021 годов приходится на эту страну. Китайские инвесторы с большим преимуществом опережают других инвесторов, при этом инвестирование в отечественную экономику не всегда носит безусловный характер. Практика реализации

инвестиционных проектов с китайскими партнерами очень часто строится на том, что выделенные инвестиции финансируют китайские же компании.

- Российская Федерация, являющаяся стратегическим партнером и одним из основных инвесторов Таджикистана, в последнее время снижает свою инвестиционную активность. Это можно объяснить, как наложенными на нее санкциями и вовлеченностью в военный конфликт на Украине. Исходя из сложившейся ситуации, можно предположить, что тенденция снижения будет продолжаться в среднесрочной перспективе.

- Поступления по иностранным инвестициям слабо диверсифицированы, и этот тренд имеет все основания сохраниться в среднесрочной перспективе, что может негативно отразиться на обеспечении качественного экономического роста отечественной экономики. В связи с этим, необходимо создать условия для формирования механизма инвестиционного обеспечения, а также вести оперативные расчеты по мониторингу зависимости экономического роста страны от инвестиций одного инвестора.

- Для того чтобы диверсифицировать приток инвестиций и привлечь иностранных инвесторов в страну, Таджикистану необходимо создать благоприятную предпринимательскую и инвестиционную среду, активизировать деятельность институтов поддержки, укрепить механизмы аккумуляции внутренних инвестиций и ресурсов, усилить налоговую поддержку реинвестиционных процессов в промышленности, усилить процессы оценки эффективности инвестиционных проектов и их обоснования для избегания зависимости от одного крупного инвестора.

Таким образом, анализ современного состояния инвестиционной среды позволяет определить ряд проблем, связанных с неэффективным распределением инвестиций, недостаточной диверсификацией инвестиционных потоков, неравномерным распределением инвестиционной активности по регионам страны, преобладанием кредитных средств в структуре привлеченных инвестиций, что в конечном счете дает возможность установить, что значение количественной

оценки инвестиционной деятельности преобладает над качественными значениями.

### **3.2. Анализ и оценка инвестиционной деятельности предпринимательских структур в промышленности Республики Таджикистан**

Развитие экономики государства и обеспечение экономического роста напрямую связано с инвестиционной деятельностью. В свою очередь исследование развития инвестиционных процессов в экономике позволяет дать оценку инвестиционного климата в стране. В предыдущем параграфе был проведен анализ развития инвестиционной деятельности с акцентом на объемы привлеченных инвестиций, реализацию государственных инвестиционных проектов, а также проведен анализ и дана оценка деятельности основных стран-партнеров Республики Таджикистан по привлечению инвестиций.

Несомненно, что все отрасли народного хозяйства имеют важное значение для эффективного и всестороннего развития экономики, однако, именно промышленность играет ключевую роль и служит базой для качественного экономического роста страны. Мировой экономический опыт свидетельствует, что страны с развитой промышленностью являются несомненными лидерами как по экономическим, так и социальным показателям развития. В условиях Республики Таджикистан повышенное внимание к расширенному воспроизводству и увеличению масштабов промышленного сектора страны также определяет промышленность как приоритетное направление и стратегическую цель развития, которая ляжет в основу стабильного и долгосрочного развития экономики. Промышленность является для экономики фундаментальным сектором развития, который отражает реальную способность экономики производить, что позволяет обеспечить сдерживание негативного влияния конъюнктурных колебаний, перманентно присутствующих в современной глобальной экономической системе. Инвестиционное обеспечение в промышленности имеет несколько особенностей:



1. Капиталоемкость: Промышленные предприятия часто требуют значительных инвестиций в оборудование, технологии и производственные мощности.

2. Долгосрочность: Инвестиции в промышленность обычно ориентированы на долгосрочную перспективу, так как процессы модернизации и развития компаний в этой сфере занимают много времени.

3. Цикличность: Промышленные секторы могут подвергаться циклическим колебаниям в зависимости от экономической конъюнктуры, что требует учета рисков, связанных с возможными снижениями спроса на продукцию.

4. Необходимость в постоянном развитии: В связи с быстрыми изменениями в технологиях и рыночной конкуренцией, инвестиции в промышленность могут требовать постоянных обновлений и модернизаций.

5. Зависимость от государственной политики: Поддержка со стороны государства, наличие стимулов к инвестированию и регулятивные меры могут существенно влиять на инвестиционное обеспечение промышленности.

Рассмотрим основные показатели развития промышленности относительно ее доли в национальной экономике на представленной ниже таблице 3.2.1. Данные таблицы 3.2.1. позволяют отметить следующие моменты:

1. Число промышленных предприятий в стране имеет устойчивую тенденцию к росту и составляет на исследуемый период (2016-2022гг.) около 30 %, что может быть оценено как положительное явление. Несмотря на то, что удельный вес промышленных предприятий от общего числа предприятий на 2022 год составил всего 7,7%, но этому показателю также наблюдается невысокий, но стабильный рост. При под развитием промышленности не всегда стоит рассматривать рост количества промышленных предприятий. В этом контексте намного эффективнее будет рассматривать увеличение производственных и промышленных мощностей на базе существующих промышленных предприятий.

**Таблица 3.2.1. - Основные и сравнительные показатели развития промышленности**

Показатель \ Годы	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Общее число действующих предприятий, ед.	29703	29415	29776	31037	31828	32659	36168
Число промышленных предприятий, ед.	2043	1999	2161	2164	2283	2397	2802
Доля промышленных предприятий от общего числа, %	6,8	6,7	7,2	6,9	7,1	7,3	7,7
Среднегодовая численность занятых в экономике, тыс.чел.	2385	2407	2426	2463	2506	2534	2545
Среднегодовая численность промышленно производственного персонала, тыс.чел.	80,6	86,8	85,6	84,2	84,3	85,3	86,3
Доля занятых в промышленности, %	3,3	3,6	3,5	3,4	3,3	3,3	3,4
ВВП, млн.сомони	54790,3	64434,3	71059,2	79109,8	83958,3	11076,3	115739,4
Совокупный объем производства промышленных отраслей, млн.сомони	9266,9	12788,7	14954,6	16774,1	19420,0	24056,1	20712,7
Доля добавленной стоимости промышленности в ВВП, %	16,9	20,3	21,0	21,2	23,1	23,8	17,0
Объем промышленной продукции, млн. сомони	19650	23835	26362	29841	32467	39221	43025
Рост промышленного производства к предыдущему году, %	116,0	121,3	110,6	113,2	108,8	120,8	109,7

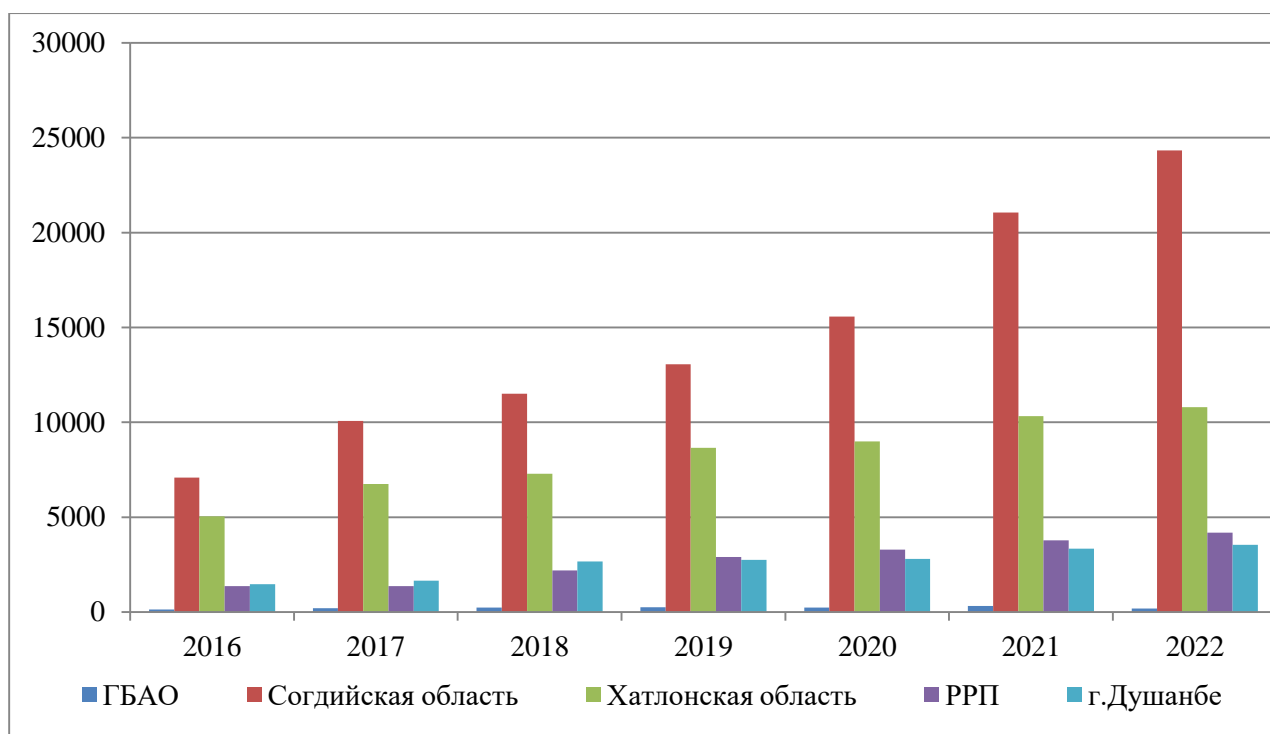
Источник: составлено автором на основе Промышленность Республики Таджикистан //Статистический сборник - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. 90 с., Статистический ежегодник Республики Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2022. - 410с.

2. По показателю занятых в промышленном производстве наблюдается стабильное значение, которое остается в пределах 3,3 – 3,4%, хотя в 2017 году этот показатель достигал своего максимального значения и был равен 3,6%. Столь низкое значение этого показателя, в свете активной государственной политики по созданию новых рабочих мест, вызывает крайнее недоумение и может быть объяснено возможными статистическими и методологическими погрешностями. При этом в условиях бурного развития НТП проблема сокращения рабочих мест в промышленности уже выходит на глобальный уровень.

3. Доля промышленности в структуре ВВП за исследуемый период имела выраженную траекторию роста, при этом максимальное значение было зафиксировано в 2021 году на уровне 23,8%, несмотря на положительный и столь желанный результат, не можем связывать это с долгосрочным возрождением нашей промышленности, а скорее это можно объяснить мировым бумом развития, который наблюдался повсеместно после пандемии Ковид-19. И опять же мировые и геополитические настроения глобального характера легли в основу резкого падения доли промышленности в ВВП в 2022 году до уровня 17%. В целом, негативное влияние экзогенного характера вызывают дополнительные риски для реализации планов развития и достижения целей по индустриализации.

4. Показателю объема промышленной продукции стабильно присуща положительная динамика и общий рост с 2010 по 2022 гг. составляет чуть более чем в 2 раза, с 19650 млн.сомони до 43025 млн.сомони. В тоже время индексы роста также из года в год показывают увеличение промышленного производства. Опять же темп максимального прироста отмечен в 2021 году и составил 20,8 %.

Развитие промышленности в территориальном разрезе рассмотрим на основе показателя промышленной продукции по регионам, в виде диаграммы на рисунке 3.2.1.



Источник: составлено автором на основе *Промышленность Республики Таджикистан //Статистический сборник - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. 90 с.*

### **Рисунок 3.2.1. - Объем промышленной продукции по регионам, млн.сомони**

Согласно, представленным данным по всем регионам страны можно наблюдать стабильный рост, при этом уверенный рост промышленного производства демонстрирует Согдийская область, где за рассматриваемый период показатель объема промышленной продукции увеличился почти в 3,5 раза с 7078,5 млн.сомони до 24326,3 млн.сомони.

Почти в 2 раза улучшился показатель по Хатлонской области с 5047,7 млн.сомони до 10792,5 млн.сомони. В РРП значение показателя также имеет стабильный рост из года в год и в 2022 году составляет 4186,1 млн.сомони к 1373,2 млн.сомони в 2016 году, рост в обозначенный период составляет 3 раза. В столице республики также устойчивая тенденция к росту и составляет примерно в 2,5 раза. В Горно-бадахшанской автономной области, в отличии от других регионов страны, кривая роста промышленного производства имеет зигзагообразный характер с максимальным значением на 2021 год, когда данный показатель составил 315,5 млн.сомони, однако в 2022 году фиксируется резкий спад до 184,1 млн.сомони. Также падение объемов промышленной продукции по региону наблюдался и в 2020

году, хотя падание в тот период не было таким сильным и составляло разницу в – 20,5 млн.сомони.

Для анализа промышленного развития регионов в динамике, рассмотрим их удельное соотношение в общем объеме промышленного производства страны на начало исследуемого периода и его конец (табл. 3.2.2.).

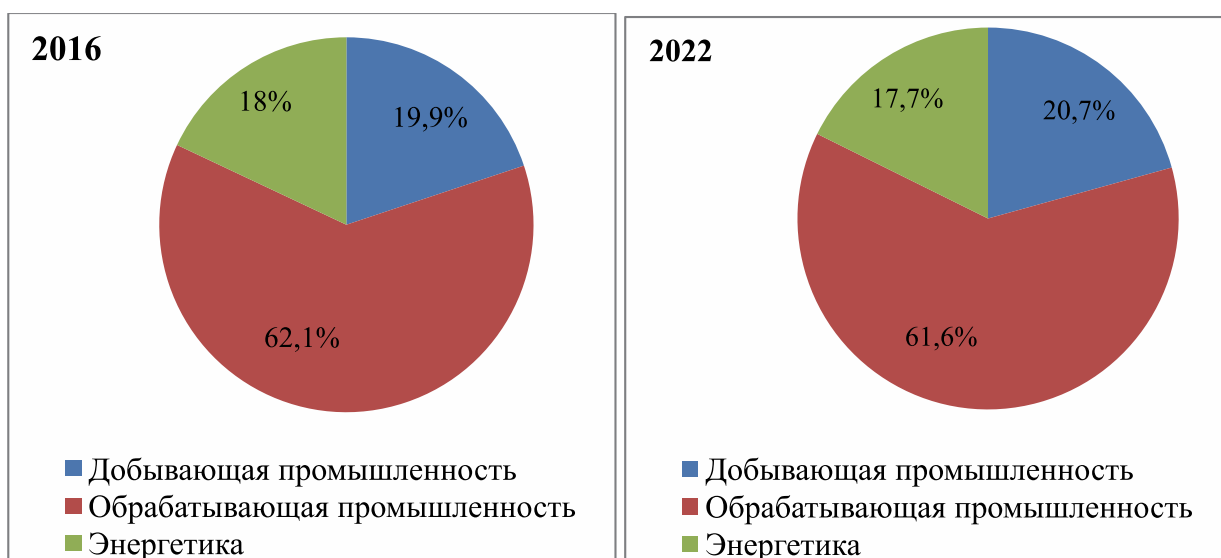
**Таблица 3.2.2. - Показатели удельных долей регионов в общем объеме промышленной продукции, %**

Регион \ Годы	2016	2022
ГБАО	0,8	0,4
Согдийская область	46,9	56,5
Хатлонская область	33,4	25,0
РРП	9,1	9,7
Г.Душанбе	9,6	8,2

*Источник: рассчитано автором по источнику Промышленность Республики Таджикистан //Статистический сборник - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. 90 с.*

Как видно, по приведенным данным только Согдийская область и РРП увеличили свои доли и демонстрируют рост в динамике, в то время как Хатлонская область, ГБАО и столичные регион в разных пропорциях потеряли свои позиции. В целом, в республике лидируют по-прежнему Согдийская и Хатлонская области с наибольшими долями в промышленном производстве с совокупной долей в 81,5 % в 2022 году. Несмотря на в целом положительные тенденции, хотелось бы отметить региональные диспропорции развития, присущие многим экономикам, в долгосрочной перспективе должны иметь тенденции к сглаживанию.

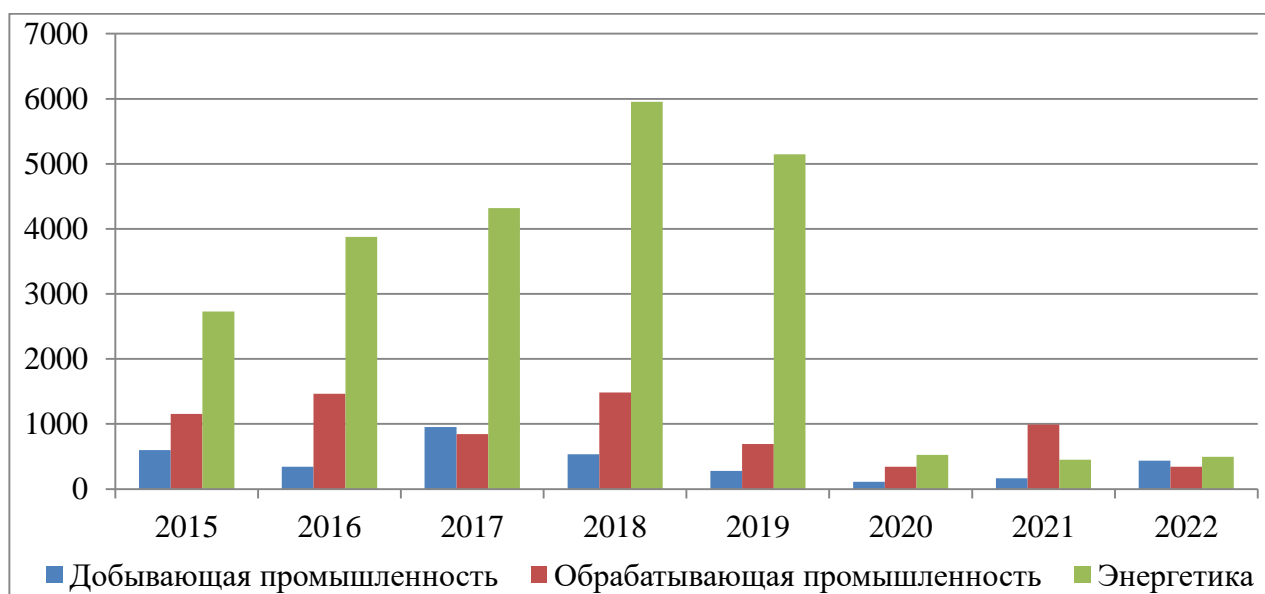
В структурном разрезе промышленный сектор Таджикистан за последние 7 лет каких-либо существенных изменений не претерпел, о чем свидетельствуют данные, представленного ниже рисунка 3.2.2. Учитывая, что все три отрасли промышленности определяются как приоритетные, то это вполне оправдано. При этом инвестиционная активность в отраслевом разрезе демонстрирует значительную разницу, что наглядно демонстрируют рисунок 3.2.3. и таблица 3.2.3., представленные ниже.



Источник: составлено автором на основе *Промышленность Республики Таджикистан //Статистический сборник - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. 90 с.*

**Рисунок 3.2.2. - Структура отраслей промышленности в динамике**

Стоит отметить, что обрабатывающая промышленность как генератор большей доли добавленной стоимости и потенциальный производитель конечного продукта имеет преимущества в долгосрочной перспективе, а энергетический сектор определяется как стратегический, наиболее рентабельный и экспортоориентированный, а «зеленый» характер его технологической составляющей способствует его инвестиционной привлекательности. Эти моменты наглядно демонстрируют данные на рисунке 3.2.3.



Источник: составлено автором на основе *Строительство в Республике Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. - 66с.*

**Рисунок 3.2.3. - Динамика капитальных вложений по отраслям промышленности**

**Таблица 3.2.3. - Итоговые величины инвестиций по отраслям промышленности за 2015-2022гг, млн.сомони**

Годы	Добывающая промышленность	Обрабатывающая промышленность	Энергетика
2015	596,9	1155,9	2729,1
2016	341,7	1466,4	3874,2
2017	952	845,8	4320,9
2018	535,4	1486,7	5952,2
2019	278,6	693	5148,1
2020	111,1	341,4	523,0
2021	166,2	994,7	448,8
2022	437,9	343,2	495
Всего за весь период, в млн.сомони и %	3419,8 10	7327,1 21,4	23491,3 68,6

*Источник: рассчитано автором на основе Строительство в Республике Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. - ббс.*

Приведенные данные на рис.3.2.3. и табл. 3.2.3. позволяют заключить, что в отраслевом разрезе наибольшее значение по вложенным инвестициям в основной капитал преобладает энергетический комплекс промышленного сектора. Учитывая стратегическое значение энергетики и наличие самого масштабного инвестиционного проекта национальной экономики – Рогунской ГЭС, то такое преобладание энергетического сектора в инвестиционном контексте становится вполне объяснимым. Резкое падение капиталовложений по всем секторам промышленности в последние годы, в свете поставленных целей по индустриализации страны, вызывает серьезные опасения.

Согласно, документу «Краткий обзор деятельности Всемирного банка в Таджикистане», цели, намеченные Национальной стратегией развития Республики Таджикистан на период до 2030 года, могут быть достигнуты в случае, если Таджикистан преобразует свою нынешнюю модель экономического роста и обеспечит больше возможностей частному сектору для инвестирования, создания рабочих мест и содействия экономическому росту [325].

В настоящее время доля частного сектора в формировании ВВП составляет более 70%, что не может не свидетельствовать о ведущей роли предпринимателей в развитии страны. Закрепляя за предпринимательскими структурами ведущую роль в развитии промышленности в Национальной стратегии развития

Таджикистана на период до 2030 года подчеркивается, что «к концу периода в социальном составе отрасли будет преобладать собственность частного предпринимательства, которая превратится в основную движущую силу промышленности» [11, 40].

О роли предпринимательских структур в развитии промышленности позволяют судить данные о числе предприятий негосударственной собственности в общем числе предприятий промышленности (табл. 3.2.4.).

**Таблица 3.2.4. - Число действующих предприятий в отраслях промышленности по формам собственности**

Отрасль промышленности	Добывающая		Обрабатывающая		Производство электроэнергии, газа, воды	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Общее число предприятий, ед.	353	393	2165	2358	64	64
В том числе: Государственные, ед.	13	14	111	112	41	49
Частные (коллективные), ед.	313	353	1959	2162	20	11
Смешанные (совместные), ед.	27	26	95	84	3	4
Доля предприятий негосударственной собственности, %	96,3	96,4	94,8	95,3	35,9	23,4

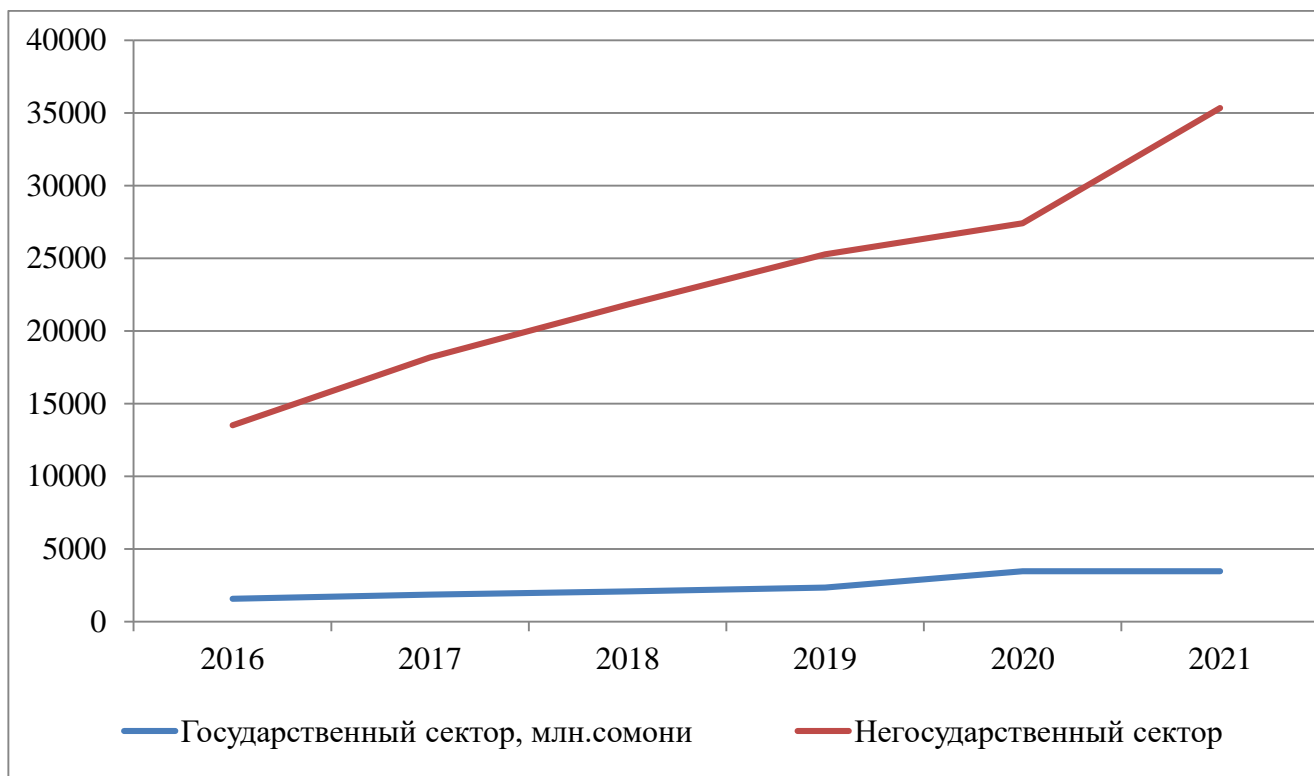
*Источник: рассчитано автором на основе Статистический ежегодник Республики Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2022. - 410с.*

Приведенные данные табл. 3.2.4. позволяют определить, что частный сектор превалирует в добывающей и перерабатывающей отраслях промышленности с максимальным преимуществом, при этом показатель в период с 2020 по 2021 год опять же демонстрирует позитивное развитие в сторону негосударственного сектора. И в тоже время, что с одной стороны вызывает интерес, а с другой стороны вполне предсказуемо, что по третьей отрасли промышленности – энергетической, наоборот, наблюдает увеличение числа государственных предприятий и достаточно существенное снижение доли частного сектора. На наш, взгляд, это предопределено экономическими государственными интересами в энергетическом комплексе, который обладает как инвестиционными преимуществами, высокой



доходностью и ликвидностью. Проще говоря, наиболее перспективный сектор государство держит при себе.

График, представленный на рисунке 3.2.4. наглядно иллюстрирует существенный отрыв и динамичный рост показателя промышленного производства в негосударственном секторе. В период с 2016 по 2022 годы частный сектор нарастил объемы промышленного производства более чем в 2,5 раза, и на начало 2022 годы составил порядка 35352 млн.сомони. Значение этого показателя превышает аналогичный показатель государственного сектора более чем в 10 раз, а разница в сумме составляет – 31875 млн.сомони. Эти значение позволяют сделать вывод, что наращивание доли устойчивых предпринимательских структур, нацеленных на конструктивное и прагматичное развитие, является обязательным условием успешного и качественного решения поставленных правительством задач.



*Источник: составлено автором на основе Статистический ежегодник Республики Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2022. - 410с.*

**Рисунок 3.2.4. - Динамика производства продукции промышленных предприятий по формам собственности**

Для анализа и оценки эффективности инвестиционного процесса важное значение приобретает определение системы показателей, характеризующих

инвестиционную деятельность. На основе анализа существующих методик, нами предложена следующая система показателей количественного и качественного анализа и оценки эффективности инвестиционного процесса в промышленности, представленная в нижеследующей таблице 3.2.5.

**Таблица 3.2.5. - Показатели оценки эффективности инвестиционной активности**

Показатели оценки эффективности инвестиционной активности	
Количественные:	Качественные:
1. Динамика и объемы капитальных вложений в экономику по формам собственности	1. Доля промышленности в ВВП в динамике
2. Объемы капитальных вложений в промышленность, их динамика	2. Соотношение годового роста капитальных вложений и ростом ВВП в динамике (инвестиционная эластичность ВВП)
3. Динамика и объемы иностранных инвестиций в экономику	3. Соотношение годового роста капитальных вложений в промышленность и ростом промышленной продукции в динамике (инвестиционная эластичность промышленности)
4. Доля капитальных вложений в промышленность от общего объема капитальных вложений	4. Соотношение инвестиций в основной капитал производственного и непроизводственного назначения
5. Объемы ввода в действие основных промышленных фондов в динамике	5. Соотношение годового роста капитальных вложений в промышленность и ростом производительности труда в промышленности (инвестиционная эластичность производительности труда )
6. Объем инвестиций на душу населения	6. Дебиторская и кредиторская задолженность промышленных предприятий
7. Индекс производительности труда в промышленности	7. Индекс цен производителей в промышленности, %

*Источник: составлено автором*

На основе анализа количественных показателей можно судить о расширении или сужении инвестиционной деятельности, а на основе анализа качественных показателей можно делать выводы о позитивных или негативных последствиях инвестиционной деятельности.

Для качественного анализа нами предложен показатель инвестиционной эластичности, который может применяться в различных коллаборациях. Расчет

соотношения роста капитальных вложений и роста ВВП осуществляется посредством такого показателя как инвестиционная эластичность ВВП. Это показатель, который указывает насколько процентное изменение капитальных вложений приведет к процентному изменению ВВП. Для расчета инвестиционной эластичности ВВП ( $E_{и}$ ) применяется следующая формула:

$$E_{и} = \frac{\text{изменение процента капитальных вложений}}{\text{изменение процента ВВП}} \quad (3.2.1)$$

По этой формуле можно получить численное значение, которое отражает соотношение между ростом капитальных вложений и ростом ВВП. Полученное по данной формуле значение будет означать рост ВВП, приходящийся на единицу процентного роста капитальных вложений. Расчет инвестиционной эластичности ВВП позволяет измерить чувствительность ВВП к изменениям капитальных вложений и оценить эффективность инвестиций в экономике. Достоинством данной методики можно отметить относительную простоту, и доступность, при этом следует учесть, что инвестиционные процессы в экономике имеют глубокие причинно-следственные и факторные аспекты, и соответственно, одним показателем инвестиционной эластичности нельзя осуществить полный анализ всех сторон инвестиционного процесса. Отметим, что представленная формула может быть применима для расчета и оценки зависимости инвестиций с другими составляющими, как объем промышленной продукции или производительности труда.

Информация, полученная на основе анализа показателей инвестиционной деятельности, может служить объективной базой для принятия научно обоснованных решений в этой сфере на различных уровнях. Используя предложенную методику выполним анализ состояния инвестиционной деятельности на основе количественных и качественных показателей оценки инвестиционной деятельности в Республике Таджикистан на представленных ниже таблицах 3.2.6. и 3.2.7.

**Таблица 3.2.6. - Количественные показатели оценки инвестиционной деятельности**

Показатель \ Годы	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Капитальные вложения, всего млн.сомони	9749,9	11179,7	11371,5	13360,9	12517,7	11775,5	15124,9	16655,1
Из них:								
Государственные	3445,9	4399,8	5013,7	6468,7	6261,4	5714,3	6174,2	6713,9
Негосударственные	6304	6779,8	6357,8	6892,2	6256,3	6061,2	8950,7	9941,2
Иностранские инвестиции, млн.сомони	3583,4	4606,2	4462,0	4369,4	3069,1	2841,4	4204,8	4857,6
Капитальные вложения в промышленность, млн.сомони	4482,0	5682,3	6118,6	7974,2	6119,6	5683,5	5649,5	5731,5
Доля капитальных вложений в промышленность от общего объема, %	45,9	50,8	53,8	59,6	48,8	48,2	37,3	34,4
Ввод в действие основных фондов, млн.сомони	4129,4	5406,5	6678,5	4859,3	7033,3	7266,7	5561,3	5803,3
Инвестиции на душу населения, сомони	1147	1280	1277	1468	1345	1213	1543	1665
Индекс производительности и труда в промышленности, % к пред.году	100	116,0	101,9	107,3	108,0	105,7	124,3	109,6

*Источник: рассчитано автором на основе Промышленность Республики Таджикистан //Статистический сборник - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. 90 с., Строительство в Республике Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. - 66с.*

Анализируя данные табл.3.2.6. отметим, что несмотря, на положительную динамику приведенных показателей сложно говорить об эффективности инвестиционной деятельности, так как рост показателей не имеет существенных значений и характеризуется высокой волатильностью к внешним факторам, что также не может быть оценено как положительное явление. Также следует подчеркнуть, что частные инвестиции значительно преобладают над государственными, что еще раз подчеркивает определяющую роль предпринимательских структур в развитии экономики в целом и промышленности в частности. Вызывает определенные опасения негативная тенденция доли инвестиций в промышленность от общего объема капитальных вложений. В исследуемом периоде начиная с 2019 года наблюдается снижение удельного веса капиталовложений в промышленность, хотя до этого периода

в отношении этого показателя прослеживалась положительная динамика. В свете поставленных целей по индустриализации страны такие явления можно однозначно характеризовать как негативные и свидетельствующие о системных проблемах в отрасли или искажениях данных о поступлении инвестиций (объективного или субъективного характера) в целях снижения налогооблагаемой базы.

Показатель производительности труда также не может показать наличие стабильного состояния, его значение, как и значение всех других показателей имеет зигзагообразную кривую. Такое состояние в очередной раз доказывает о наличии слабых мест в системе народного хозяйства, которая характеризуется отсутствием устойчивых закономерностей и подвержена сильному влиянию экзогенных факторов.

Качественные показатели анализа рассматривают общие показатели инвестиционной деятельности в разрезе и соотношении с другими показателями, что позволит нам получить более полное представление о состоянии инвестиционной деятельности (табл. 3.2.7.).

**Таблица 3.2.7. - Показатели качественной оценки эффективности инвестиционной деятельности**

Показатель \ Годы	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ВВП, млн.сомони	50977,8	54790,3	64434,3	71059,2	79109,8	83958,3	98910,7	115000
Темпы роста ВВП, %	106,0	106,9	107,1	107,6	107,4	104,4	109,2	107,5
Доля промышленности в ВВП, %	15,1	16,9	19,9	21,2	21,2	23,1	23,8	17,0
Объем промышленной продукции, млн.сомони	16770	19650	23835	26365	29841	32467	39221	43025
Темпы роста промышленной продукции, %	111,3	117,0	121,3	110,6	113,2	108,9	120,8	109,7
Темп роста капитальных вложений в экономику, %	-	114,6	101,7	117,4	93,6	94,0	128,4	110,1
Темпы роста капиталовложений в промышленность, %	-	126,7	107,6	130,3	76,7	92,8	99,4	101,4
Инвестиционная эластичность ВВП	-	0,6	0,2	0,9	-0,8	-1,3	3,0	1,3
Инвестиционная эластичность промышленного производства	-	0,9	0,3	2,8	-1,7	-0,8	-0,02	0,1
Сальдо кредиторской и дебиторской задолженности, млн.сомони	-	-11235,4	-21987,8	-27645,8	-39762,5	-60854,2	-9519,9	-22738,2

Инвестиционная эластичность производительности труда в промышленности		1,6	4	4,1	-2,9	-1,2	-0,02	0,1
Индекс цен производителей в промышленности,%	104,0	106,7	109,4	102,1	102,1	103,1	104,1	99,6

*Источник: рассчитано автором на основе Промышленность Республики Таджикистан //Статистический сборник - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. 90 с., Строительство в Республике Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. - 66с.*

Анализ данных таблицы 3.2.7. дает нам основания заключить о сильном влиянии пандемических последствий в отрасли и экономике. Несмотря на стабильный рост ВВП даже в период пандемии, он, тем не менее, показывает замедление темпов роста в период с 2010 по 2020 год. И если ВВП и объемы промышленной продукции смогли сохранить за собой положительные значения даже в тот сложный период, то темпы роста капитальных вложений в отрасли и экономику в целом характеризуются отрицательными величинами.

При этом инвестиционная эластичность ВВП в исследуемый период характеризуется колебанием значений в пределах от -1,3 до 3. Такая динамика свидетельствует об эластичности ВВП при колебаниях фактора, т.е. капиталовложений. Причем стоит отметить, что в допандемический период инвестиционная эластичность ВВП носила неэластичный характер, и на 1% роста капвложений приходилось менее 1% роста ВВП, однако ситуация с кризисом в период пандемии оказала триггерное влияние и значение данного показателя стало более эластичным и адекватным.

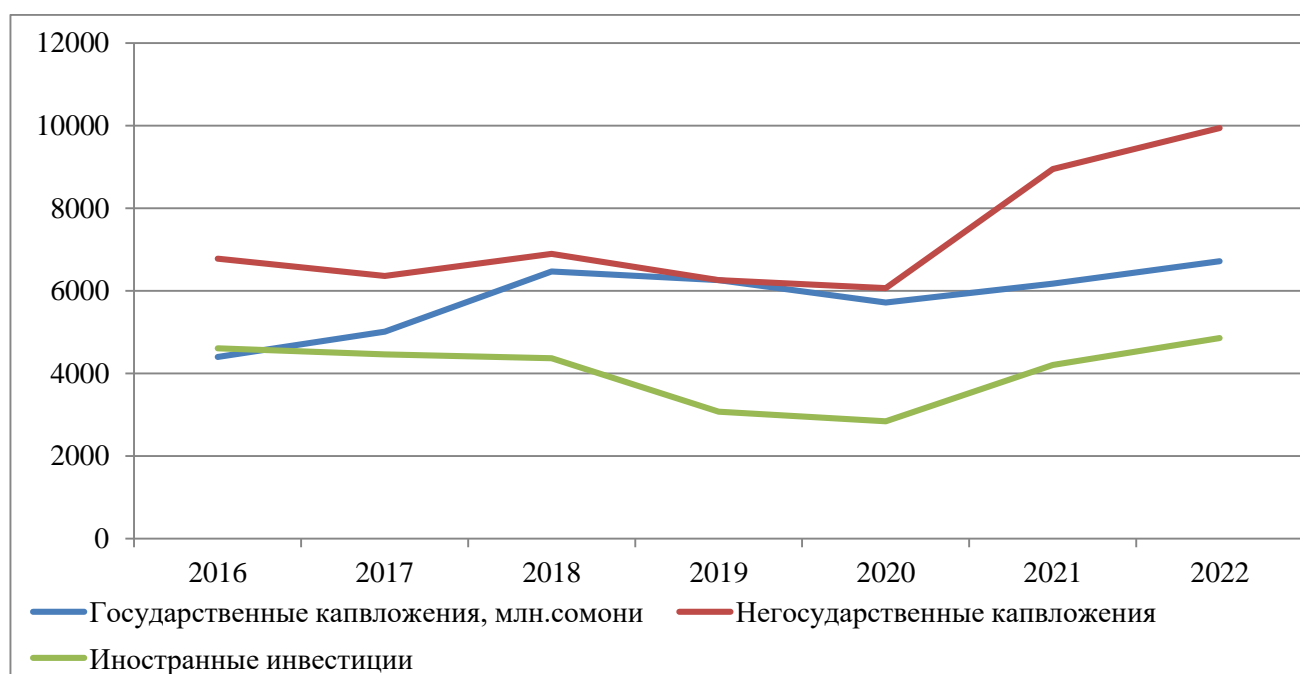
На наш взгляд, отсутствие или незначительное проявление экономических закономерностей свидетельствуют о наличии сильных погрешностей или искажениях статистических данных, которое может быть обусловлено как преднамеренным искажением, так и применением различных подходов в учете статистических данных.

Инвестиционной эластичности промышленного производства характерны колебания в пределах от -1,7 до 2,8. Анализ этих значений позволяет заключить

наличие определенных закономерностей связанных с ростом капиталовложений и объемов промышленной продукции, однако сами пропорции роста имеют нестабильное и неадекватное значение. Такая динамика позволяет заключить, что значительный рост капиталовложений предопределяет незначительный рост объемов промышленного производства.

Производительность труда как относительный показатель эффективности, характеризующий качественное и системное развитие отрасли, при соотношении с ростом капиталовложений, призван отражать наличие структурных сдвигов, связанных с повышением качества человеческого капитала, однако неадекватное значение, которое мы наблюдаем по данным таблицы, свидетельствует, что в промышленности рост качества трудовых ресурсов имеет низкие значения. Иначе говоря, существует проблема дефицита квалифицированной рабочей силы и неэффективность процессов обучения и повышения квалификации кадров в промышленности.

Роль предпринимательских структур в развитии промышленности и его инвестиционном обеспечении рассмотрим на рисунке 3.2.5.



*Источник: составлено автором на основе Строительство в Республике Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. - 66с.*

**Рисунок 3.2.5. - Динамика капиталовложений по формам собственности**

Данные приведенного графика наглядно отражают превалирование частного сектора над государственным сектором в инвестиционных процессах. При этом траекториям всех кривых характерны идентичные периоды роста и спада, которые опять же приходятся на 2020 пандемический год. Отметим, что для кривых частного сектора и иностранных инвестиций характерны более крутые подъемы, что опять же свидетельствует об более мобильном реагирование частного сектора на изменение экономической конъюнктуры. Такая характеристика говорит, об эффективности предпринимательских структур, на которые справедливо и возлагаются основные роли по развитию отраслей экономики.

Развитие инвестиционного процесса и улучшения инвестиционного климата традиционно связывают с привлечением иностранных инвестиций в экономику, вклад которых отражен в табл. 3.2.8.

**Таблица 3.2.8. - Иностранные инвестиции в общей структуре инвестиций**

Показатель \ Годы	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Общий объем инвестиций, млн.сомони	9749,9	11179,7	11371,5	13360,9	12517,7	11775,5	15124,9	16655,1
Удельный вес негос. инвестиций в общем объеме, %	64,6	60,6	55,9	51,5	49,9	51,4	59,1	59,6
Удельный вес иностранных инвестиций в общем объеме инвестиций, %	36,7	41,2	39,2	32,7	24,5	24,1	27,8	29,1
Удельный вес иностранных инвестиций в общем объеме негос. инвестиций, %	56,8	67,9	70,1	63,3	49,0	46,8	46,9	48,8

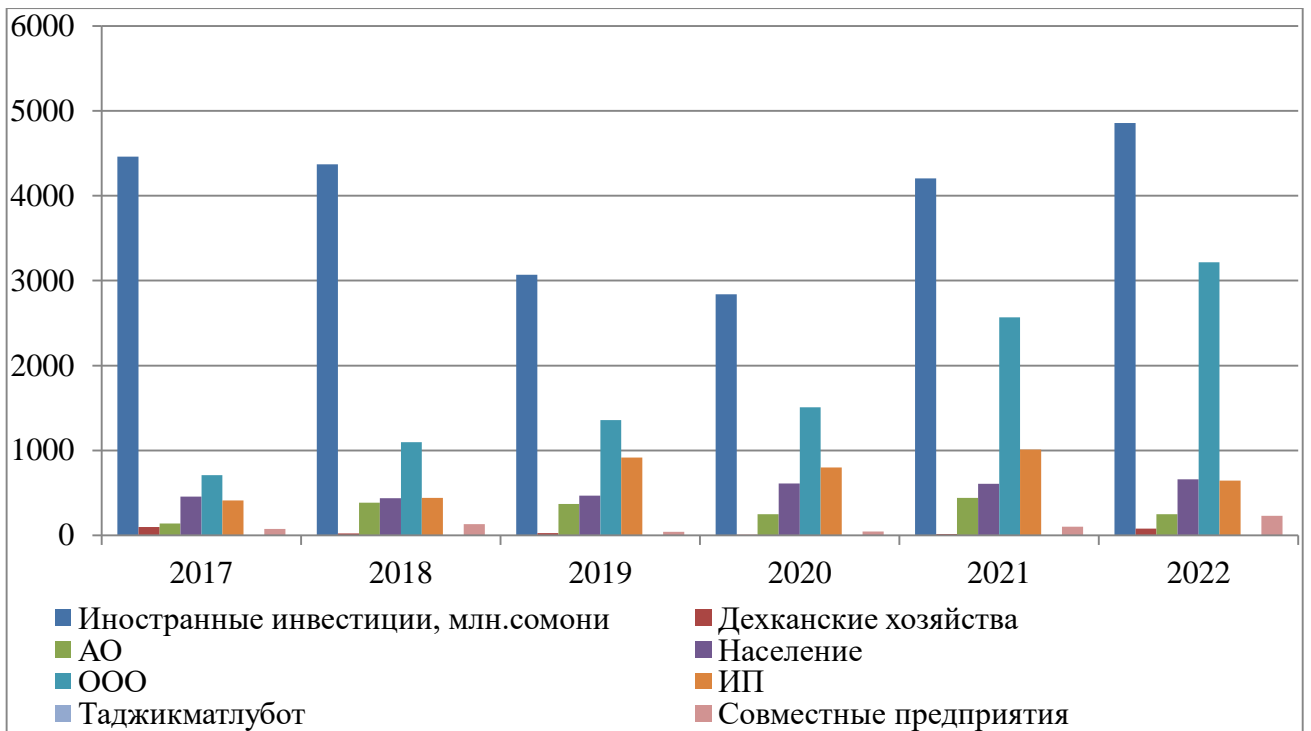
*Источник: рассчитано автором на основе Строительство в Республике Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. - ббс.*

Анализ данных, представленных в табл. 3.2.8. позволяет заключить, что негосударственные инвестиции несмотря на то, что весь исследуемый период имеют преобладающее положений над государственными, тем не менее потеряли 5% от общей доли вложенных в экономику капиталовложений. В первую, очередь,



это объясняется значительными государственными вложениями в строительство Рогунской ГЭС и не вызывает каких-либо опасений относительно вытеснения частного сектора государственным. Однако, убывающие величины долей иностранных инвестиций как в общем объеме от всех вложений, так и в объеме инвестиций со стороны частного сектора, вызывает определенные настораживающие настроения. Так, в 2015 году иностранные инвестиции составляли 36,7% от общего объема инвестиций, а в 2022 году их доля снизилась до 29,1%. Такое состояние, в первую очередь, можно характеризовать снижением инвестиционной привлекательности национальной экономики для иностранного инвестора. Данные подобного рода неоднократно публиковались в международных отчетах и были спровоцированы несколькими фактами сворачивания деятельности иностранных инвесторов в финансовом секторе и сфере связи. При этом стоит отметить, что если снижение доли иностранных инвестиций от общего объема частных инвестиций составляет 8%, то доля снижения частного сектора от общего объема капиталовложений составляет 5%. На наш взгляд, это может свидетельствовать о хоть и незначительной, но все же инвестиционной активизации отечественного частного сектора.

Об участии отдельных форм предпринимательских структур в инвестиционном процессе в экономике страны позволяют судить данные представленные на рисунке 3.2.6. Приведенная на рис. 3.2.6. диаграмма, демонстрирует активное инвестиционное участие ООО, на которые приходится большая часть капитальных вложений, что объясняется популярностью этой организационно-правовой формы ведения бизнеса. Именно посредством этой формы организации предпринимательской деятельности наблюдается стабильный рост вложений в экономику. Остальные формы организации бизнеса демонстрируют нестабильную инвестиционную активность. Относительно высокой долей участия в капитальных вложениях в экономику выступает население, которые посредством долевого участия в жилищном строительстве имеют определенную позитивную динамику.



Источник: составлено автором на основе *Строительство в Республике Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2023. - 66с.*

**Рисунок 3.2.6. - Распределение капиталовложений по источникам финансирования**

К сожалению, признанная мировой практикой наиболее эффективной формой предпринимательской деятельности – акционерные общества в отечественном экономическом пространстве пока не получили должного развития и демонстрируют невысокие значения инвестиционной активности.

Таким образом, проведенный анализ инвестиционной деятельности предпринимательских структур в промышленности позволяет заключить следующие выводы:

1. Для анализа и оценки эффективности инвестиционной деятельности рассмотрение количественных показателей развития является недостаточным, что предопределяет разработку методологии анализа, в которой наряду с количественными показателями широкое применение должны находить качественные показатели, рассматривающие инвестиционные процессы в соотношении с факторными и результативными зависимостями.

2. Количественные показатели развития промышленности и инвестиционных процессов, протекающих в ней, свидетельствуют о росте числа

промышленных предприятий (30%), объема промышленной продукции (в 2 раза), капитальные вложения в промышленность (в 1,5 раза), доля промышленного сектора в ВВП возросла с 15% в 2015 году до 23,8 % в 2021 году. При этом оценка развития на основе качественных показателей выявила незначительное влияние количественного роста на эффективность развития отрасли. Средние значения роста по ним составляют не более чем в 2 раза. Показатели инвестиционной эластичности демонстрируют неадекватные значения, позволяющие заключить наличие серьезных системных проблем в отрасли.

3. Развитие промышленности и инвестиционной деятельности в региональном разрезе традиционно остаются без особых изменений в рейтинге регионов республики. Наиболее привлекательными для инвестирования остаются в первую очередь г. Душанбе, далее идут Хатлонская область, Согдийская область, Районы республиканского подчинения и замыкает рейтинг Горно-бадахшанская автономная область страны. В тоже время по промышленному развитию лидирующие позиции в 2022 году занимают Согдийская область (56,5%), Хатлонская область (25%), РРП (9,7%), г. Душанбе (8,2%), ГБАО (0,4%).

4. В отраслевом разрезе анализ развитие промышленности и инвестиционной деятельности выявляет резкое снижение капиталовложений по всем секторам промышленности в период с 2020 года. В целом, лидером отрасли по привлечению инвестиций в основной капитал является энергетика, которая за исследуемый период привлекла 68,6% от общего объема капитальных вложений, приходящихся на промышленность, далее следуют обрабатывающая и добывающая промышленность с 21,4% и 10% соответственно. При этом наибольшее число промышленных предприятий приходится на обрабатывающую отрасль промышленности.

5. Доля частного сектора как в промышленном производстве, так и инвестиционной вовлеченности в развитие промышленности занимает преобладающее положение. Производство промышленной продукции в частном секторе превышает государственный сектор более чем в 10 раз, а инвестиции в отрасль со стороны частного сектора составляют порядка 60% от общих

капиталовложений в промышленность. Кроме того, отмечается более высокая степень оперативного реагирования на изменения рыночной конъюнктуры со стороны предпринимательских структур, что говорит об их высокой эффективности. Наиболее активно вовлеченными в инвестиционные процессы в промышленности выступают предпринимательские структуры в организационно-правовой форме общества с ограниченной ответственностью.

6. На протяжении всего исследуемого периода наблюдается отрицательное сальдо кредиторской и дебиторской задолженности предприятий промышленного сектора, что может быть расценено как негативный фактор для активизации инвестиционных процессов.

7. В исследуемом периоде замечена тенденция к сокращению доли иностранных инвесторов в развитии отрасли, при этом часть сокращения притока иностранных инвестиций возмещается более активной вовлеченностью отечественного бизнеса в инвестиционной деятельности. Так, в 2015 году доля иностранных инвестиций в общем объеме капиталовложений в промышленность составляла 36,7% к 29,1% в 2022 году.

8. В процессе анализа состояния инвестиционной деятельности в промышленности и экономике в целом, отмечено высокое влияние негативных последствий пандемии Ковид 19, которая проявляется в падении значений всех исследуемых показателей. Такая тенденция, несмотря на глобальный характер пандемии, в очередной раз подтверждает сильную волатильность внутренних экономических процессов от экзогенного влияния. Это в свою очередь предопределяет необходимость формирования механизма инвестиционного обеспечения развития промышленности, с учетом данного явления, в целях разработки антикризисных мероприятий для минимизации влияния внешних рисков.

9. Неадекватные результаты по расчету качественных показателей позволяют заключить наличие высокого уровня теневой экономики и наличие системных проблем, также выявлено несовершенство методологии сбора и обработки статистических данных по исследуемой тематике. Так, например, в

методологии учета инвестиционной деятельности отсутствует показатель – валовые инвестиции, что существенно сокращает возможности для полного анализа и реальной оценки инвестиционной деятельности.

В целом, можно заключить, что предпринимательские структуры как основной участник в условиях рыночной экономики проявляют наибольшую активность, проявляющуюся как в инвестиционной деятельности, так и в росте числа хозяйствующих субъектов. Это в очередной раз обосновывает необходимость исследования и формирования различных механизмов инвестиционного обеспечения их деятельности, делая значительный акцент на промышленных отраслях экономики. На наш взгляд, энергетический сектор национальной экономики определяется приоритетным не только в свете поставленных целей в НСР-2030, но и как показал анализ является наиболее инвестиционно-привлекательным. Кроме того, в контексте глобальных трендов развития, связанных с изменением климата, концепцией «зеленой экономики», снижением углеродного следа, именно у отечественной гидроэнергетики есть все предпосылки для активного развития и привлечения инвестиций.

### **3.3. Факторный и причинно-следственный анализ состояния и динамики развития инвестиционной деятельности в Республике Таджикистан**

Формирование эффективной инвестиционной политики является одной из прерогатив обеспечения экономического роста и развития национальной экономики. В условиях повышенного интереса к вопросам отраслевого развития и, в частности, развития промышленности ключевым аспектом является именно инвестиционное обеспечение этого роста. Без дополнительных вложений и инвестиций невозможно достичь каких-либо успехов в расширенном воспроизводстве.

Естественно, такая постановка вопроса предопределяет активное исследование факторов, влияющих на инвестиционную активность и изучение

причинно-следственных связей в динамике и развитии инвестиционной деятельности в Республике Таджикистан.

Факторный анализ, в первую очередь, предполагает осуществление процедуры, в результате которой большое число переменных, относящихся к исследуемому процессу, сводятся к меньшему количеству независимых влияющих величин. Именно эти величины и будут определяться как факторы, оказывающие влияние на исследуемый процесс или явление. Необходимость сокращения большего числа переменных, на основе выявления высокой степени зависимости, в дальнейшем позволяет изучать взаимосвязи и разрабатывать сценарии решения проблем и достижения поставленных целей.

Для осуществления факторного анализа необходимо исполнение следующих условий:

1. Исследование переменных должно осуществляться в их количественном измерении;
2. Временной период охвата наблюдений должен превышать число переменных как минимум в два раза;
3. Выборка должна быть однородна;
4. Исходные переменные должны быть симметричны.

В основе проведения факторного анализа лежат статистические данные по переменным на протяжении определенного количества лет. При этом стоит отметить, что чем длительней временной период охвата данных по переменным, тем более точным будет значение извлеченных факторов. На качество факторного анализа первостепенное значение оказывает достоверность статистических данных. Ошибки при сборе информации или ее преднамеренное искажение неминуемо влечет за собой снижение качества проводимого анализа.

Для факторного анализа развития и динамики инвестиционной деятельности в отечественной экономике нами отобраны следующие показатели, которые могут иметь тесную взаимосвязь с инвестиционными вложениями, на период с 2000 по 2022 гг., которые представлены в табл. 3.3.1.

**Таблица 3.3.1. - Динамика основных социально-экономических показателей развития Республики Таджикистан**

Годы	ВВП, млн.сомони	Капитальные вложения всего, млн. сомони	Объем промышленной продукции, млн.сомони	Инфляция, %	Безрабо- тца, %	Доходы населения, млн.сомони	Расходы населения, млн.сомони	Ставка рефинансиро- вания, %	Индекс цен в промышлен- ности, %	Иностраные инвестиции, млн.долларов	Ввод в действие основных фондов, млн.сомони	Экспорт, млн.долларов США	Импорт, млн. долларов США
2000	1786,8	108,6	5704	32,9	2,7	1004,6	909,9	20,49	143,5	323,4	81,6	784,3	675
2001	2563,8	194,7	6560	38,6	2,3	1302,5	1256,8	20,22	126,8	354,2	218	651,5	687,5
2002	3375,3	206,9	7111	12,2	2,5	1588,8	1555,4	20	109,3	433,9	180,1	736,9	720,5
2003	4761,4	318,4	7815	14,79	2,4	2352,7	2343,3	17,66	115	482	223,8	797,2	880,8
2004	6167,2	592	8995	7,2	2	3135,5	2912,2	10,79	117,1	481,6	308,4	914,9	1191,3
2005	7206,6	682,5	9930	7,3	2	3816	3857,2	9,12	99	437,3	363,9	908,7	1330,1
2006	9335,2	1214,4	10476	10	2,2	4834,2	4829,1	11,25	113	732,4	682,9	1399	1725,4
2007	12804,4	2828,6	11513	13,2	2,3	7016,9	6768,8	12,95	118,4	1030	765,7	1468,1	2547,2
2008	17706,9	4341,4	11110	20,4	2,2	9476,7	9511,2	14,54	116,3	1753,1	970	1408,7	3272,6
2009	20628,5	3899,3	10338	10,5	2	10932	11171,5	9,74	101,1	2105	2696,1	1010,3	2569,6
2010	24707,1	4669,4	11344	9,8	2,1	13256	13948,5	8,05	130,2	2370,1	2119,2	1194,7	2656,9
2011	30071,1	4988,3	11991	9,3	2,3	16190,9	16393,1	9,09	105,7	2637,1	2371,5	1257,3	3206
2012	36163,1	4540,2	13286	6,4	2,4	20161,2	22409,6	7,65	114,2	3385,4	3842	1359,7	3778,4
2013	40525,5	5796,8	13790	3,7	2,3	22346,2	27202,1	6,16	103,9	4110,7	4019	943,4	4045,4
2014	45606,6	7492,7	14480	7,4	2,4	24196,5	33570,1	5,78	100,8	4715,8	7615,9	977,3	4297,4
2015	50977,8	9749,9	16770	5,1	2,3	25569,8	34968	8	104	5056,3	4129,5	890,6	3435,6
2016	54790,3	11179,7	19453	6,1	2,3	31373	36711,7	9,77	106,7	5063,8	5406,6	898,7	3031,3
2017	64434,3	11371,6	23835	6,7	2,2	37247,5	38430,6	15,13	109,4	5665,4	6678,5	1198	2774,9
2018	71059,2	13361	26362	5,4	2,1	41083,9	42346,4	14,24	102,1	6366,2	4859,3	1073,3	3151
2019	79109,8	12517,8	29841	8	2	47986,3	48857,2	13,73	102,1	6652,9	7033,3	1174,4	3349,3
2020	83958,3	11775,5	32461	9,4	2,1	65347	72547,2	11,62	103,1	6474,9	7266,8	1406,9	3150,9
2021	98910,7	15124,9	39221	8	2,1	80508,8	91885,0	12,12	104,1	6367,0	5561,3	2149,6	4209,5
2022	115000	16655,1	43025	4,2	2,1	91456,8	107845,6	13,26	99,6	9367,0	5803,3		3939,386

Источник: составлено автором на основе Статистический ежегодник Республики Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2022. - 410с., Таджикистан: 30 лет государственной независимости //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2021. - 702с.

На основе представленных данных построим регрессионную модель взаимозависимости объема капитальных вложений к приведенным факторам. В качестве зависимой переменной рассмотрим показатель капитальных вложений в целом по стране, а множество переменных будут рассмотрены на предмет выявления взаимосвязи и определения их в качестве воздействующих факторов. Используя математические методы осуществим расчеты по корреляционному анализу, где в качестве показателя тесноты связи используем коэффициент парной корреляции. По каждому из приведенных показателей в таблице 3.3.1. будет выполнен расчет коэффициента парной корреляции. Коэффициент корреляции в экономических исследованиях используется для выявления тесноты связей социально-экономических показателей национальной экономики. В нашем случае модель парной корреляции будет иметь вид, где  $y = f(x)$ , где  $y$  - (результативный признак) – капитальные вложения (инвестиции), а  $x$  - (факторный признак) – например, фактор времени, в этом случае имеем дело с моделью временных рядов. Сначала находим тесноту связи рассматриваемых факторов. Представим результаты факторного анализа в виде матрицы парных коэффициентов корреляции (табл. 3.3.2.).

**Таблица 3.3.2. - Матрица парных коэффициентов корреляции результативного и факторных признаков 2000-2022гг.**

	Капитальные вложения в экономику всего
ВВП	<b>0,746177</b>
Объем промышленной продукции	<b>0,736187</b>
Инфляция	- 0,36613
Безработица	- 0,37766
Ставка рефинансирования	- 0,24552
Доходы населения	<b>0,82979</b>
Расходы населения	<b>0,844616</b>
Индекс цен в промышленности	- 0,422466
Иностранные инвестиции	<b>0,72441</b>
Ввод в действие основных фондов	0,661401
Экспорт	0,485499
Импорт	<b>0,844999</b>

*Источник: рассчитано автором*

Извлечение данных из представленной матрицы основывается на принципах анализа, которые гласят: во-первых, положительные значения свидетельствуют о



положительной корреляции (т.е. с ростом факторного признака результативный признак тоже увеличивается), а отрицательные значения свидетельствуют об отрицательной корреляции (т.е. ростом факторного признака результативный признак уменьшается); во-вторых, значение коэффициента корреляции варьирует в пределах от -1 до 1, причем значения коэффициента корреляции необходимо считать согласно шкале Чеддока (табл. 3.3.3.). При отрицательной корреляции значение силы связи меняются на противоположные.

**Таблица 3.3.3. - Шкала Чеддока**

Значение	Интерпретация
От 0 до $\pm 0,3$	Очень слабая
От $\pm 0,3$ до $\pm 0,5$	Слабая
От $\pm 0,5$ до $\pm 0,7$	Средняя
От $\pm 0,7$ до $\pm 0,9$	Высокая
От $\pm 0,9$ до $\pm 1$	Очень высокая

Источник: <https://math.semestr.ru/corel/cheddok.php> [Электронный ресурс, 317]

Данные по коэффициентам корреляции в таблице 3.3.2. позволяют заключить следующие положения:

1. По показателям инфляция, безработица, ставка рефинансирования и индекс цен в промышленности демонстрируется отрицательная корреляция в пределах -0,36; -0,37; -0,24 и -0,42 соответственно. Интерпретация этих значений свидетельствует о наличии слабой отрицательной связи между этими показателями с объемом инвестиций. Однако, отрицательная природа этой связи имеет место быть.

2. Показатель ввод в действие основных фондов имеет значение 0,66 и определяет наличие средней связи с капитальными вложениями.

3. Значение показателей ВВП, объем промышленной продукции, доходы и расходы населения, иностранные инвестиции и импорт демонстрируют значение коэффициента корреляции в пределах от 0,7 до 0,9, что обосновывает их тесную пропорциональную взаимосвязь.

4. На основе Шкалы Чеддока т.е. коэффициенты корреляции, которые превышают 0,7 свидетельствуют о наличии тесной связи между результатом и рассматриваемыми факторами.

5. Можно сделать вывод, что результативный признак – Капитальные вложения в экономику тесно связан с факторными признаками – ВВП; Объем промышленной продукции; Доходы населения; Расходы населения и Импорт.

Построим множественную линейную модель регрессии, при условии, что не наблюдается проблема мультиколлинеарности. Проблема мультиколлинеарности это взаимосвязь факторных признаков, которая при их не устранении, вызывает неадекватную интерпретацию факторов модели:

$$Y = a + bx_1 + cx_2 + dx_3 + ex_4 \quad (3.3.1)$$

**Таблица 3.3.4. - Таблица парных коэффициентов корреляции**

	<i>Капитальные вложения всего, млн. сомони</i>	<i>ВВП, млн.сомони</i>	<i>Объем промышленной продукции, млн.сомони</i>	<i>Доходы населения, млн.сомони</i>	<i>Расходы населения, млн.сомони</i>
ВВП, млн.сомони	0,9795				
Объем промышленной продукции, млн.сомони	0,9370	<b>0,9744</b>			
Доходы населения, млн.сомони	0,9300	<b>0,9780</b>	0,9890		
Расходы населения, млн.сомони	0,9228	<b>0,9722</b>	0,9759	0,9956	
Импорт, млн. долларов США	0,7585	<b>0,7441</b>	0,6331	0,6684	0,6833

*Источник: рассчитано автором*

По данным таблицы 3.3.4. видно, что все факторные показатели между собой взаимосвязаны, т.е. коэффициенты во втором столбце таблицы 3.3.4. близкие к единице, что может вызвать проблему мультиколлинеарности. Это обуславливает необходимость исключения факторных признаков – ВВП и Расходы населения, из множественной регрессионной модели и построим следующую модель регрессий:

$$Y = b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + \varepsilon \quad (3.3.2)$$

Где:  $Y$  - Капитальные вложения всего, млн. сомони;  $x_1$  - Объем промышленной продукции, млн. сомони;  $x_2$  - Доходы населения, млн. сомони;  $x_3$  - Импорт, млн. долларов США.

Используя современные пакеты прикладных программ выявим основные характеристики параметров модели 3.3.2.

**Таблица 3.3.5. - Регрессионная статистика**

<b>ВЫВОД ИТОГОВ</b>				
Множественный R	0,9788			
R-квадрат	0,9580			
Нормированный R-квадрат	0,9038			
Стандартная ошибка	1793,7653			
Наблюдения	23			
<b>Дисперсионный анализ</b>				
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F-Фишер</i>
Регрессия	3	1466618134,07	488872711,36	151,9374
Остаток	20	64351879,76	3217593,988	
Итого	23	1530970014		
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	
X1	0,06	0,11	0,54	
X2	0,14	0,05	3,01	
X3	0,75	0,36	2,10	

Источник: рассчитано автором

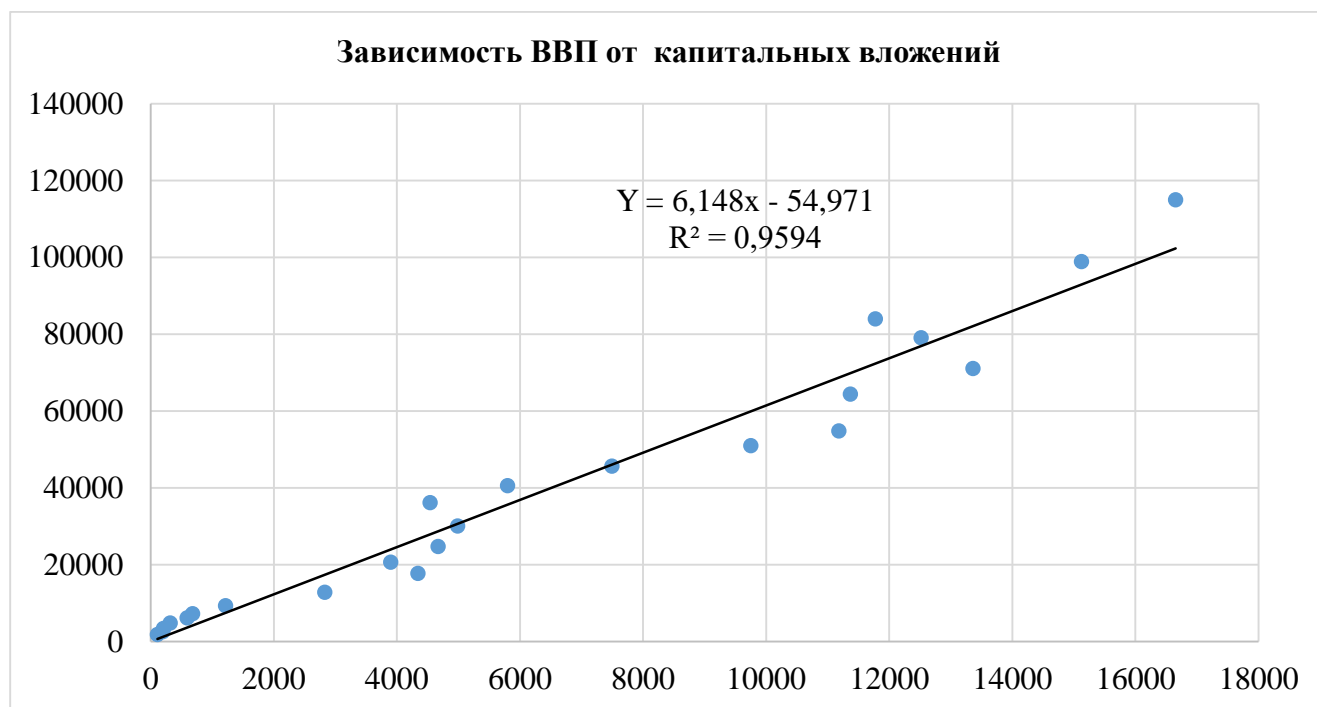
На основе данные таблицы 3.3.5 построим модель множественной регрессии:

$$Y=0,06x_1+0,14x_2+0,75x_3+\varepsilon \quad (3.3.4)$$

Коэффициент при  $x_1$  равен 0,06 и означает, что с увеличением объем промышленной продукции на 1 млн. сомони результативный признак (капитальные вложения) увеличится на 0,06 млн. сомони при неизменности других факторов. Коэффициент при  $x_2$  равен 0,14 и означает, что с увеличением доходов населения на 1 млн. сомони результативный признак (капитальные вложения) увеличится на 0,14 млн. сомони при неизменности других факторов. Коэффициент при  $x_3$  равен 0,75 и означает, что с увеличением импорт на 1 млн. долларов США

результативный признак капитальные вложения увеличится на 0,75 млн. сомони при неизменности других факторов. Отсюда можно сделать вывод, что капитальные вложения более эластичны по фактору импорт в Республику Таджикистан.

Множественная модель регрессии (3.3.4) имеет приемлемые статистические характеристики, такие как, множественный коэффициент корреляция, множественный коэффициент детерминация, F-критерия Фишера и t-критерия Стьюдента. Поэтому данная модель рекомендуется для анализа и прогноза капитальных вложений под воздействием рассмотренных факторных признаков. Исходя из этого, рассмотрим диаграммы по показателям с высокими значениями коэффициента корреляции (рис. 3.3.1. - 3.3.3.)



Источник: рассчитано автором

**Рисунок 3.3.1. – График зависимости ВВП от капитальных вложений**

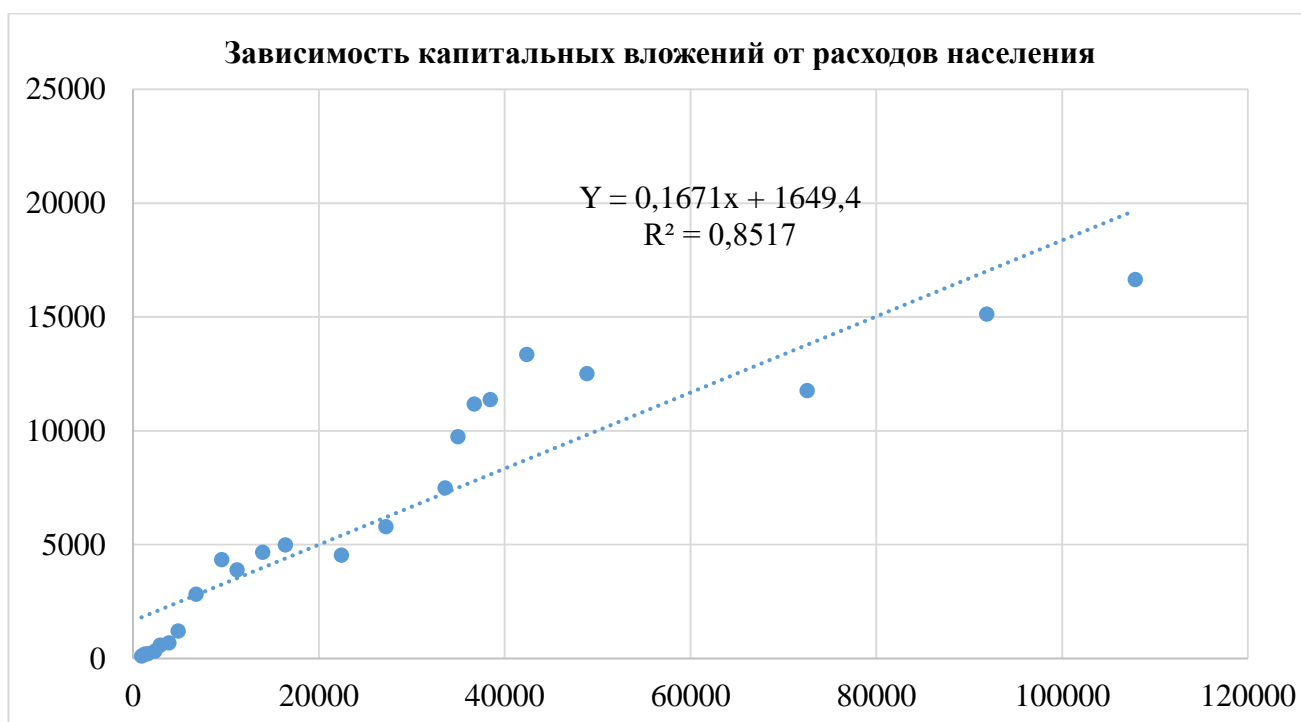
В результате имеем:

$$Y = 6,148x - 54,971 \quad (3.3.5)$$

$$R^2 = 0,9594$$

В уравнении (3.3.5) коэффициент регрессии равен 6,148 это означает, что с увеличением капитальных вложений на 1 млн сомони, ВВП увеличивается на 6,148

млн. сомони. Это доказывает возникновение эффекта мультипликатора в отечественной экономике, который гласит, что рост инвестиций на условную единицу вызывает рост ВВП больше чем на единицу.



Источник: рассчитано автором

**Рисунок 3.3.2. - График зависимости капитальных вложений от расходов населения**

В результате имеем:

$$Y = 0,1671x + 1649,4 \quad (3.3.5)$$

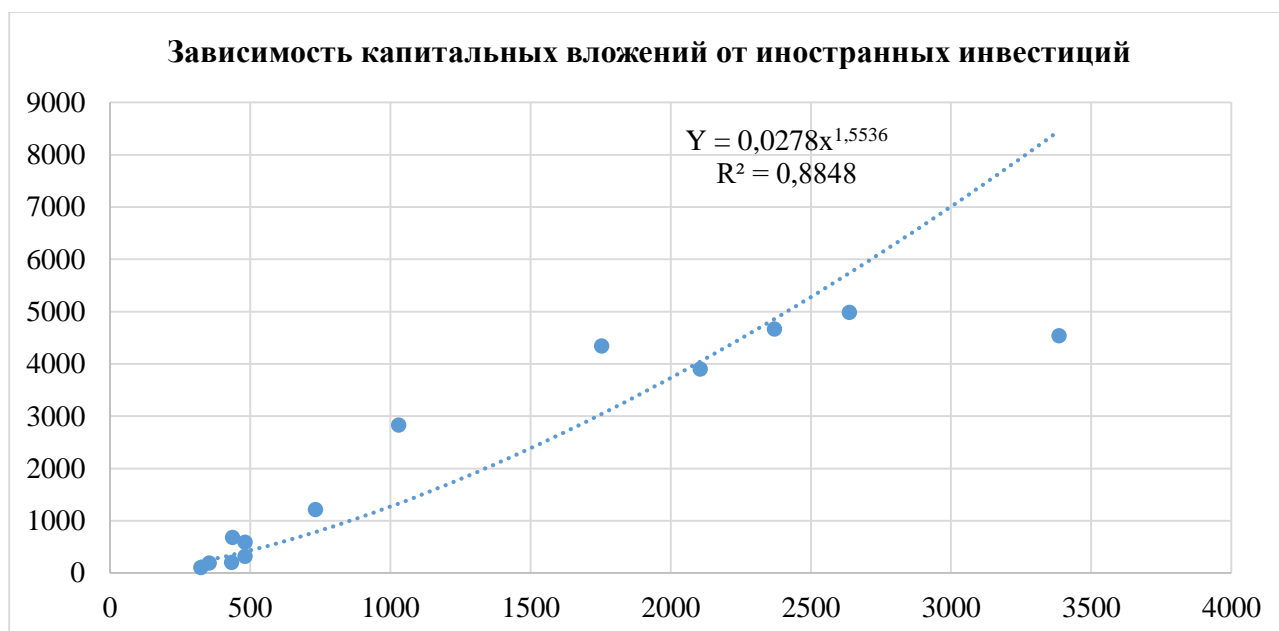
$$R^2 = 0,8517$$

В уравнении (3.3.5) коэффициент регрессии равен **0,1671** и означает, что с увеличением расходов населения на 1 млн сомони капитального вложения увеличивается на 167,1 тыс. сомони.

Уравнение регрессии (3.3.7), представленной на нижеследующем рисунке 3.3.3. является степенной и значение, находящееся в степени  $x$  является коэффициентом эластичности. Этот коэффициент равен 1,55 и означает, что с увеличением иностранных инвестиций на 1% капитальные вложения увеличивается на 1,55% (рис. 3.3.3.).

$$Y = 0,0278x^{1,5536} \quad (3.3.7)$$

$$R^2 = 0,8848$$



Источник: рассчитано автором

**Рисунок 3.3.3. - График зависимости капитальных вложений от иностранных инвестиций**

Для более полного анализа рассмотрим корреляцию по значениям таблиц 3.3.6. и 3.3.7. в целях выявления взаимосвязи между ними.

**Таблица 3.3.6. - Исходные данные для факторного анализа**

Показатель \ Годы	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ВВП, млн.сомони	50977,8	54790,3	64434,3	71059,2	79109,8	83958,3	98910,7	115000
Темпы роста ВВП, %	106,0	106,9	107,1	107,6	107,4	104,4	109,2	107,5
Темп роста капитальных вложений в экономику, %		114,6	101,7	117,4	93,6	94,0	128,4	110,1
Доля инвестиций в ВВП, %	11,1	11,3	11,9	13,2	11,7	10,6	11,3	7,9
Доля промышленности в ВВП, %	15,1	16,9	19,9	21,2	21,2	23,1	23,8	17,0
Индекс производительности труда в промышленности, % к пред.году	100	116,0	101,9	107,3	108,0	105,7	124,3	109,6
Индекс цен производителей в промышленности, %			101,7	101,8	101,1	105,4	105,9	99,6

Источник: рассчитано автором

**Таблица 3.3.7. - Корреляционная матрица по данным таблицы 3.3.6.**

	ВВП, млн. сомон и	Темпы роста ВВП, %	Темп роста капитальны х вложений в экономику, %	Доля инвестици й в ВВП, %	Доля промышленност и в ВВП, %	Индекс производительност и труда в промышленности, % к пред. году
Темпы роста ВВП, %	0,3468					
Темп роста капитальных вложений в экономику, %	0,1636	<b>0,7291</b>				
Доля инвестиций в ВВП, %	-0,6340	0,1161	0,092			
Доля промышленности в ВВП, %	0,3836	0,1716	0,0014	0,3428		
Индекс производительнос ти труда в промышленности, % к пред. году	0,4264	0,6421	<b>0,7690</b>	-0,0685	0,3838	
Индекс цен производителей в промышленности, %	-0,0362	0,136 7	0,2402	0,2484	<b>0,9076</b>	0,5034

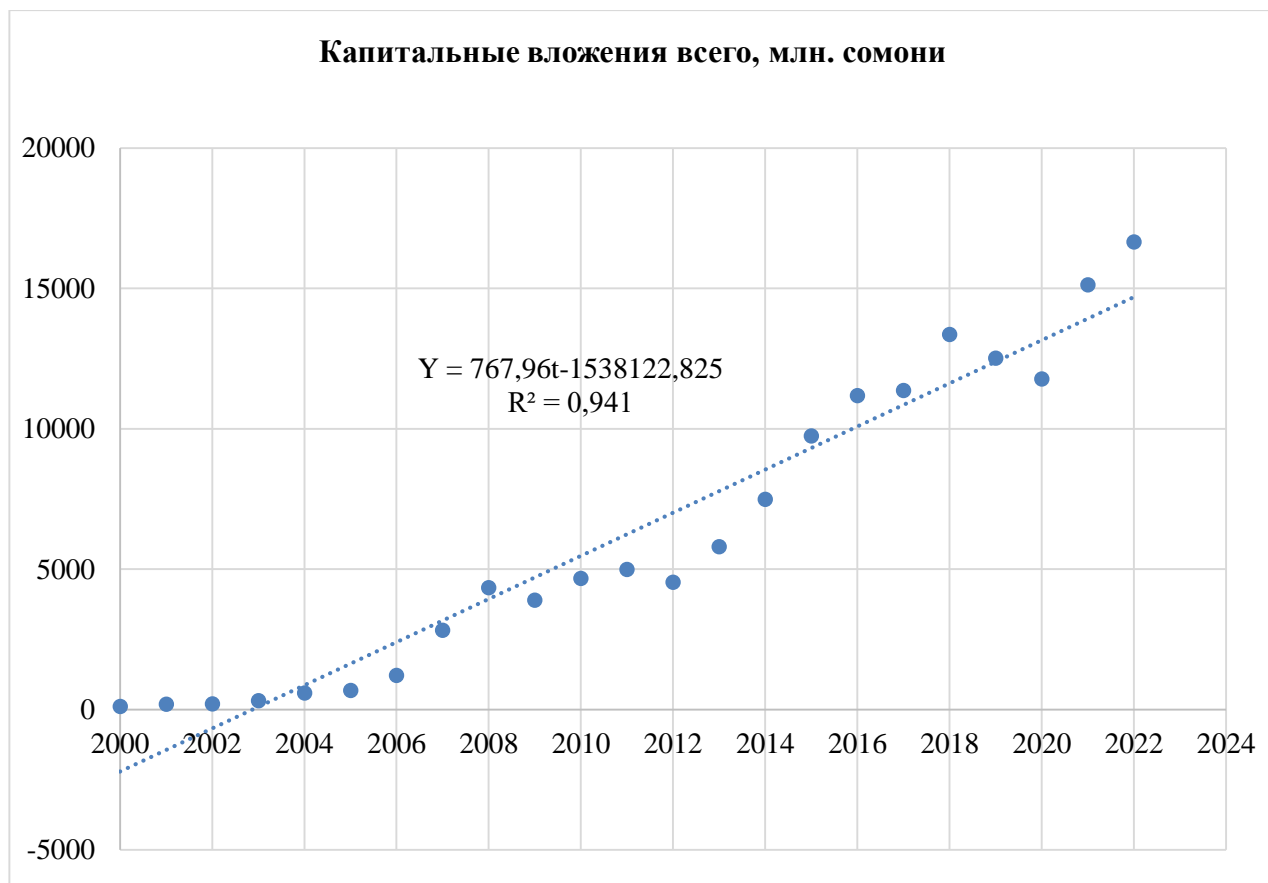
*Источник: рассчитано автором*

Обработка данных таблиц 3.3.6. и 3.3.7. позволяет выявить:

Во-первых, наличие положительной корреляции между темпами роста капитальных вложений в ВВП и ростом самого ВВП, это позволяет в очередной раз отметить наличие тесной связи между инвестициями и экономическим ростом; Во-вторых, между капитальными вложениями в экономику и производительностью труда в промышленности наблюдается тесная взаимосвязь, которая проявляется пропорциональным ростом производительности труда при увеличении капитальных вложений; В-третьих, между показателями доли промышленности в ВВП и индексом цен производителей в промышленности также наблюдается положительная корреляция, которая свидетельствует, что ценовая волатильность имеет сильное значение при определении доли промышленности в ВВП, т.е. вполне закономерным будет предположить, что рост доли промышленности в ВВП связан не только с качественным ростом промышленного производства, но и с ценовыми колебаниями.

В целом, факторный анализ данных позволяет нам выявить ряд показателей, между которыми существует тесная связь. С учетом настоящей динамики развития национальной экономики и выявленной совокупности факторов, влияющих на инвестиционную деятельность составим прогноз по капитальным вложениям в экономику до 2032 года.

Для начала построим тренд показателя капитальные вложения на период с 2000 по 2022 годы (рис. 3.3.4.).



Источник: рассчитано автором

**Рисунок 3.3.4. - Динамика капитальных вложений в экономику Таджикистана**

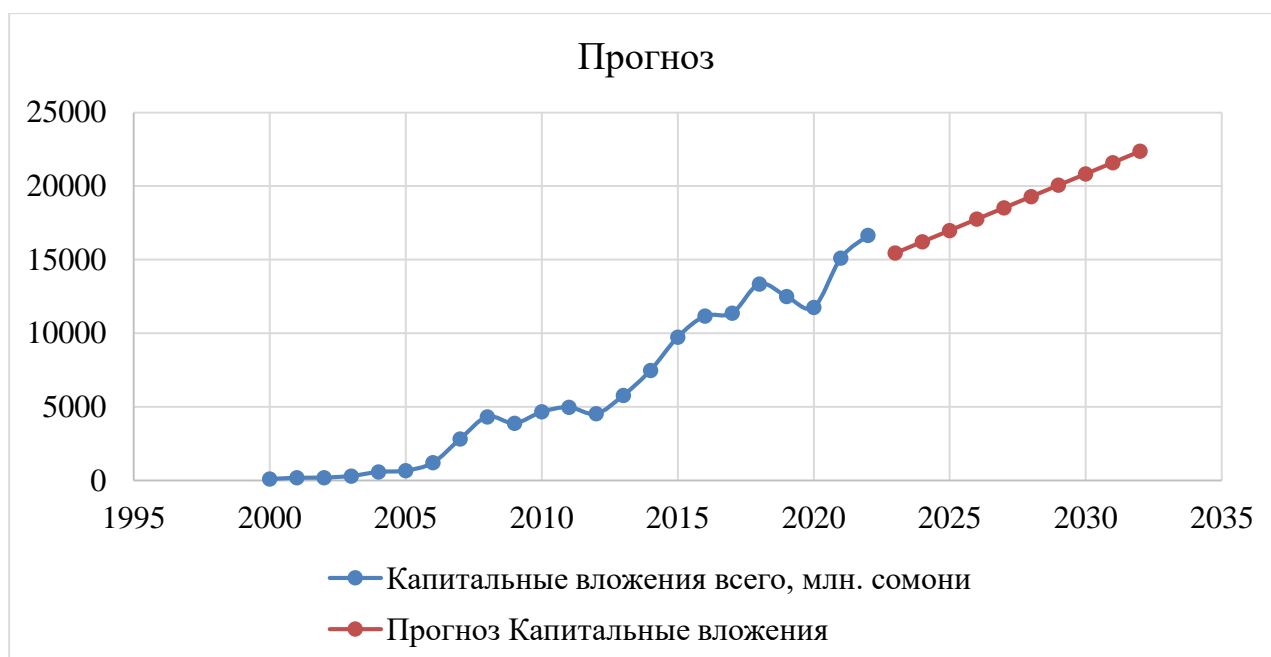
$$Y = 767,96t - 1538122,825 \quad (3.3.8)$$

$R^2 = 0,941$  Коэффициент детерминация – Качество построенной модели;

Где  $Y$ - Капитальные вложения,  $t$ -годы.

В модели (3.3.8) вместо  $t$  вставим последующие годы и получим прогноз по капитальным вложениям до 2032 года (рис. 3.3.5. и табл. 3.3.8.).





*Источник: рассчитано автором*

**Рисунок 3.3.5. - Прогноз по капитальным вложениям в Республику Таджикистан**  
**Таблица 3.3.8. - Прогноз по показателю капитальные вложения в экономику на период до 2032 года**

<b>Годы</b>	<b>Капитальные вложения всего, млн. сомони</b>	<b>Годы</b>	<b>Прогноз капитальные вложения, млн.сомони</b>
2000	108,6	2023	15459,42
2001	194,7	2024	16227,37
2002	206,9	2025	16995,33
2003	318,4	2026	17763,29
2004	592	2027	18531,25
2005	682,5	2028	19299,21
2006	1214,4	2029	20067,17
2007	2828,6	2030	20835,13
2008	4341,4	2031	21603,09
2009	3899,3	2032	22371,05
2010	4669,4		
2011	4988,3		
2012	4540,2		
2013	5796,8		
2014	7492,7		
2015	9749,9		
2016	11179,7		
2017	11371,6		
2018	13361		
2019	12517,8		
2020	11775,5		
2021	15124,9		
2022	16655,1		

*Источник: рассчитано автором*

Выполненный прогноз характеризуется устойчивым ростом капитальных вложений в экономику страны, однако темпы этого роста не могут быть оценены как удовлетворительные. Как мы можем наблюдать на период с 2022 до 2032 года рост может составить 134%. В среднем этот рост будет составлять 3,4% в год. Если сопоставить этот рост с ежегодным ростом численности населения страны, который составляет порядка 2,6%, то можно смело утверждать о минимальных предпосылках для улучшения качества жизни населения. Естественно, что такая динамика не может быть расценена как оптимальная или эффективная. Для достижения поставленных целей, необходимо активизировать усилия для повышения инвестиционной привлекательности, поиска резервов и механизмов инвестиционного обеспечения развития как национальной экономики в целом, так и промышленности в частности.

Таким образом, резюмируя проведенные в данном параграфе исследование можно констатировать следующие результаты:

1. Инвестиции в экономику имеют прямое влияние на обеспечение экономического роста. Соответственно, решение проблем инвестиционного обеспечения, диверсификация источников финансирования, формирование механизма инвестиционного обеспечения и повышения инвестиционной привлекательности являются важнейшими направлениями для достижения как поставленных стратегических целей развития, так и эффективного функционирования национальной экономики.

2. Корреляционно-регрессионный анализ позволил выявить ряд факторов, имеющих тесную взаимосвязь с инвестициями в экономику. Изучение и регулирование данных факторов позволит оказать непосредственное воздействие на активизацию инвестиционной деятельности. К этим факторам относятся: ВВП, объем промышленной продукции, доходы и расходы населения, иностранные инвестиции, импорт в страну, ввод в действие основных фондов.

3. Доходы и расходы населения как исходные и конечные точки домохозяйств имеют важное влияние на активизацию и оживление экономических процессов в народном хозяйстве. Формирование стимулов для роста доходов и

расходов населения может оказывать позитивное воздействие на привлечение инвестиций как за счет формирования платежеспособного спроса, так и посредством формирования сбережений.

4. Повышение инвестиционной привлекательности и инвестиционного климата является необходимым условием для привлечения иностранных инвестиций, которые могут быть эффективными в условиях дефицита внутренних источников финансирования. Однако, определяя значение иностранных инвестиций, как одного из важнейших направлений финансовой поддержки экономики, следует ясно понимать, что это не средство решения финансовых проблем того или иного государства и мы придерживаемся мнения, что государство, в первую очередь, должно строить свою экономическую политику на выявлении и «прозрачном» использовании собственных резервов роста, а не ориентироваться на то, кто, когда и при каких условиях будет инвестировать в отечественную экономику.

5. В открытой экономике часто наблюдается стабильная взаимосвязь между импортом и инвестициями, которая наблюдается и в отечественной экономике. Однако, в контексте промышленного развития нашей экономики такая связь может иметь серьезные последствия из чего следует необходимость пристального изучения модернизации отрасли. В нашей экономической среде действует ряд стимулов для импорта новых технологий и это определенно имеет позитивный эффект в среднесрочной перспективе, при этом стоит обратить внимание на потенциальные эффекты в долгосрочной перспективе. Промышленная политика страны должна активно воздействовать на развитие отраслей машиностроения в целях избегания негативных последствий от импорта капитала, а также связи импорта и иностранных инвестиций, которые как известно, также вызывают рост импорта.

6. Позитивной характеристикой активизации инвестиционной деятельности можем идентифицировать наличие положительной корреляции между капитальными вложениями и ростом производительности труда в промышленности. Производительность труда как качественный показатель

развития должен иметь предрасположенность к росту и этот рост мы можем наблюдать в отечественной экономике.

7. Рыночные колебания цен на рынке сырья для промышленных производств являются предпосылкой для роста стоимостного объема производства промышленной продукции и соответственно ее доли в ВВП страны, такая взаимосвязь может иметь искажающую составляющую при оценке динамики развития отраслей промышленности.

8. Прогноз роста капитальных вложений в современных условиях функционирования хозяйствующих субъектов оценивается нами как недостаточный, что предполагает необходимость разработки диверсифицированного механизма инвестиционного обеспечения развития предпринимательских структур в промышленности. Рассчитанный прогноз имеет стохастическую природу и выполним при прочих равных условиях, так как он является одним из множества возможных сценариев.

Таким образом, анализ современного состояния инвестиционных процессов в экономике и оценка инвестиционной деятельности предпринимательских структур в промышленности, а также выполненный факторный и причинно-следственный анализ позволили заключить, что несмотря на имеющуюся положительную динамику в развитии инвестиционной деятельности хозяйствующих субъектов, все еще незадействованными остаются многие резервы роста для инвестиционного обеспечения предпринимательских структур как в промышленности, и в экономике в целом. Проведенный анализ подтвердил ведущую роль предпринимательства в современные условия отечественной экономики. Глава государства – уважаемый Э. Рахмон также многократно подчеркивает об их позитивной роли и необходимости содействия и поддержки развития бизнеса. В этом контексте, считаем уместным исследовать механизмы инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности на базе внедрения механизмов государственно-частного партнерства, диверсификации источников финансового обеспечения деятельности предпринимательских структур, а также развития концептуальных основ инвестиционно-промышленной политики Республики Таджикистан.

## **ГЛАВА 4. ПРЕДПОСЫЛКИ ФОРМИРОВАНИЯ МЕХАНИЗМА ИНВЕСТИЦИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИХ СТРУКТУР В ПРОМЫШЛЕННОСТИ**

### **4.1. Концептуальные основы инвестиционно-промышленной политики Республики Таджикистан**

В действующем Законе Республики Таджикистан «О государственной промышленной политике» приводится, что «промышленность - сфера национальной экономики, оказывающая решающее воздействие на развитие производственных сил» [2]. Без промышленного прорыва и достижения устойчивого нарастающего тренда в реальном секторе не могут быть решены проблемы модернизации экономики, стабилизации курса национальной валюты, обеспечение конкурентоспособности национальной экономики, инновационного развития, повышения уровня и качества жизни населения. Развитый промышленный сектор сглаживает негативное влияние конъюнктурных колебаний, перманентно присутствующих в современной глобальной экономической системе.

Промышленность, как отрасль народного хозяйства обладает следующими характеристиками, которые объясняют ее ключевую позицию:

1. В отраслях промышленности, особенно в машиностроении, электроэнергетики, химической и топливной, осуществляется непосредственный НТП, который задает импульс для инновационного развития всем остальным отраслям экономики. В свою очередь технические достижения – это не только возможность для технического прогресса, но и возможности для достижения экономической конкурентоспособности.

2. В отраслях промышленности, особенно в легкой и пищевой отраслях, производится основной ассортимент товаров народного потребления. Это имеет положительное значение как для самих граждан – потребителей в получении необходимых товаров, так и для предприятий – производителей в обеспечении стабильным спросом.

3. Расширенное и прогрессивное воспроизводство в отраслях промышленности стимулирует развитие и расширения масштабов инфраструктуры и других смежных, обслуживающих отраслей экономики, возникновение новых сфер и видов деятельности для обеспечения нужд промышленного сектора.

4. Развитие промышленности требует наличия высококвалифицированных кадров технического и инженерного профиля, что способствует развитию этих направлений в образовательном секторе страны. В свою очередь, это влечет повышение интеллектуального потенциала страны и создает предпосылки для инновационного и устойчивого развития экономики.

5. История мирового промышленного развития свидетельствует, что промышленная революция и перевороты сопровождаются не только массовым внедрением машин и прочих автоматизированных систем, но и с позитивными, социально-экономическими, структурными изменениями, к которым можно отнести повышение производительности труда, быстрый экономический рост, усиление урбанизации и повышение качества жизни населения.

6. Относительно гендерного аспекта развития общества следует отметить, что именно в промышленности (текстильная, швейная, пищевая и пр.) впервые имело место массовое использование женского труда и получения ими профессиональной квалификации.

7. Обороноспособность и военный потенциал государства в значительной мере определяется уровнем развития промышленности. Этот момент можно рассматривать как фактор политической стабильности, которая в свою очередь является компонентом экономической и инвестиционной привлекательности страны.

В этих условиях и с учетом приоритетов развития промышленных отраслей формирование и реализация промышленной политики является обязательным условием обеспечения экономического роста, решения макроэкономических проблем национальной экономики и, в целом, сделать возможной, перспективу занять достойное место в мировой экономической системе.

В Стратегии национального развития Таджикистана на период до 2030 года одной из приоритетных целей обозначена ускоренная индустриализация страны, согласно которой к 2030 году долю промышленности в общем объеме ВВП надо довести до 22%. Для практической реализации целей по развитию промышленного сектора принята Стратегия развития промышленности в Республике Таджикистан до 2030 года. В настоящее время доля промышленности составляет около 17,4%. Основным участником практической реализации поставленной цели определяется частный сектор, его предпринимательский потенциал и активность.

Также для развития промышленности в Республике Таджикистан в 2017 году принят Закон «О государственной промышленной политике», в котором определяются основные понятия, принципы и цели государственной промышленной политики, а также регламентируются меры государственной поддержки субъектов промышленной деятельности. Учитывая, что развитие промышленности также зависит от уровня квалификации кадров технического профиля, 31 января 2020 года издан Указ Президента Республики Таджикистан за №1445 об объявлении 2020-2040 годов «Двадцатилетием изучения и развития естественных, точных и математических наук в сфере науки и образования». Это свидетельствует о масштабности и комплексности промышленной политики, которая де-факто охватывает все сферы народного хозяйства.

Для эффективной реализации государственной, промышленной политики необходимо учитывать объективные условия, которые определяются наличием и взаимодействием четырех основных составляющих. В данном контексте речь идет о таких общих моментах, которые являются основополагающими как для формирования, так и реализации государственных программ развития:

Во-первых, это наличие теоретических основ и методологии по реализуемым целям развития. Необходимо в научной среде широко обсуждать актуальные проблемы экономического развития, изучать опыт прошлых лет и развитых государств, учитывать национальные особенности и условия среды, выявлять проблемы и открыто их обсуждать, а также находить пути их решения в теории для последующего внедрения в практике. В этих целях должна быть обеспечена

оперативная связь между научными центрами и государственными структурами, а также объектами практической реализации мер. В отечественной практике научная среда достаточно активна в исследовании проблем развития промышленности и инвестиционного обеспечения, однако, существующий пробел в активном сотрудничестве с практической средой минимизируют эффекты научных исследований.

Во-вторых, формирования адекватной и обширной правовой базы, регламентирующей юридические аспекты реализации принимаемых мер. Нормативно-правовая база должна соответствовать современным экономическим условиям и носить превентивный характер.

В-третьих, наличие эффективных государственных институтов, участвующих в формировании и реализации государственной политики экономического развития. Несмотря на достаточно большой государственный аппарат и наличие множества программ, планов, стратегий развития, законов по поддержке наблюдается скорее инерционное развитие национальной экономики.

И, наконец, в-четвертых, это обеспечение финансовыми ресурсами процессов, заложенных в политике развития. Несмотря на то, что рыночная экономика основана на частной инициативе и финансовом обеспечении, государство должно обеспечить как минимум инфраструктурные условия для развития. Кроме того, учитывая смешанный характер и масштабы национальной экономики, вполне целесообразным будет рекомендовать государственной финансовое участие в стратегических проектах. Финансовое обеспечение должно быть осуществлено посредством как предпринимательского капитала, государственного участия, а также привлечения широких масс населения к экономической инициативе.

В данном контексте, необходимо подчеркнуть, что развитие промышленного производства, как реального сектора экономики и в теории, и в практике напрямую зависит от инвестиций. Соответственно, говоря о разработке промышленной политики, как мерах государственной поддержки и развития конкретных секторов экономики, следует обратить внимание на источники ресурсной и финансовой



поддержки реализации потенциальных мероприятий по содействию развитию промышленности в стране, и, в данном ключе, использование термина «инвестиционно-промышленной политики» приобретает более уместный характер.

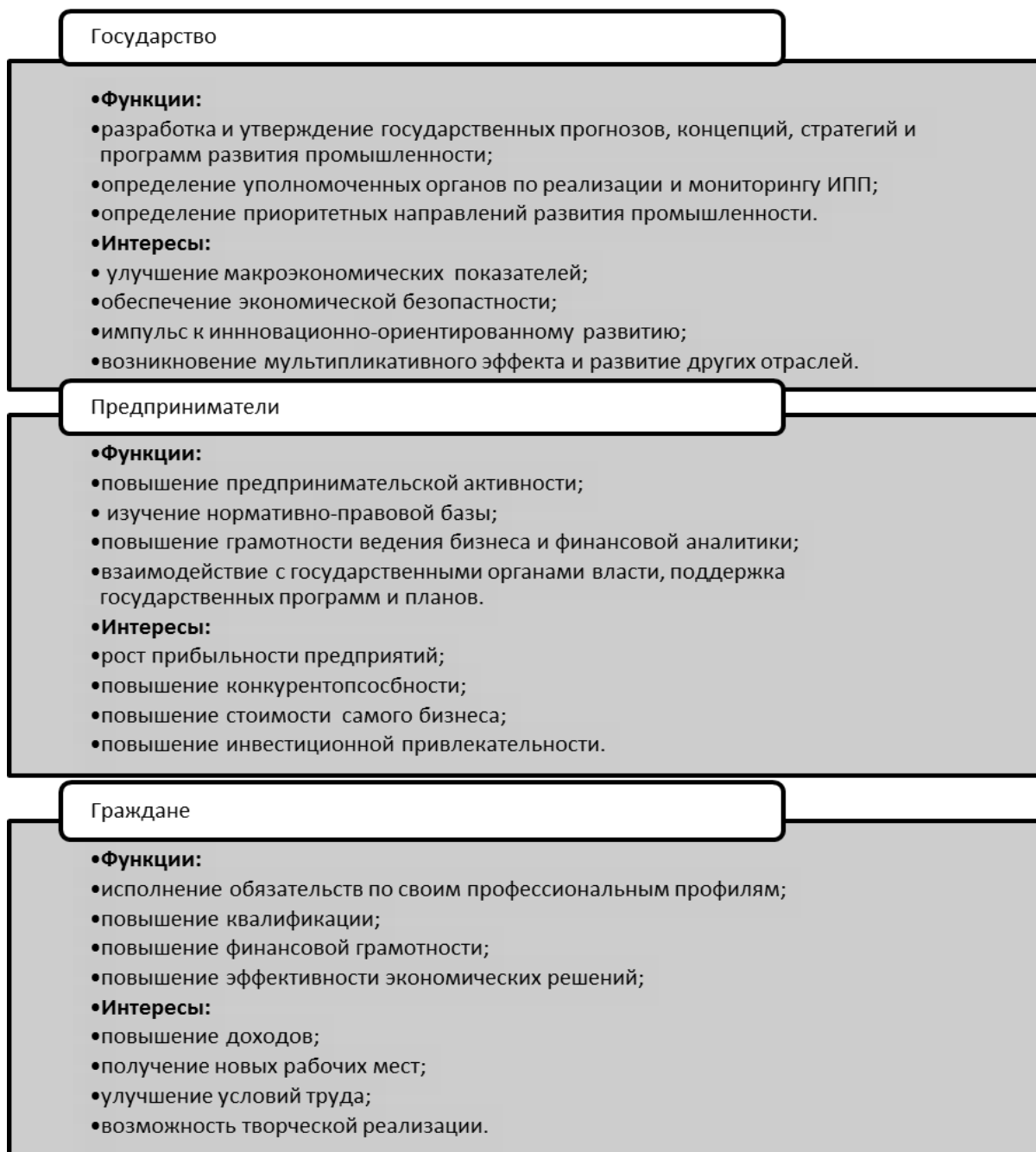
В экономической литературе понятие «инвестиционно-промышленная политика» не имеет широкого применения, а рассматривается чаще всего как две самостоятельные дефиниции «промышленная политика» и «инвестиционная политика». В первом случае предполагается - система мер, направленных на укрепление национальной экономики посредством наращивания промышленного производства на основе инновационно-инвестиционного развития отраслей реального сектора. А во-втором случае, рассматривается инвестиционная политика государства в целом, как комплекс мер государства по активизации и совершенствованию инвестиционных процессов в стране, в том числе инвестиционной составляющей в развитии промышленных секторов национальной экономики.

Отечественные ученые С.Д. Комилов и Ф.М. Гафаров отмечают, что под инвестиционной политикой государства следует понимать «ряд разработанных и принятых нормативно-правовых актов регулирующих инвестиционную деятельность, а также комплекс мер направленных на создание благоприятного инвестиционного климата с целью привлечения капитала и социально-экономического развития» [53,122]. В.А. Максимов и М.А. Спиридонов определяют промышленно-инвестиционную политику как «систему мер, обеспечивающей объем, структуру, направления инвестиций в наиболее перспективные направления деятельности на основе новых организационно-экономических решений, концентрации инвестиций и повышения их эффективности» [184,111]. По мнению, Н.В. Огорелковой, «инвестиционно-промышленная политика, являясь одновременно как источником формирования, так и основным направлением промышленной политики, представляет собой систему правовых, социально-экономических, организационных и иных мер, обеспечивающих объем, структуру, направления инвестиций в наиболее перспективные направления и отрасли промышленности на основе новых

организационно-экономических решений, концентрации инвестиций и повышения их эффективности» [204].

В целом, инвестиционно-промышленную политику, следует рассматривать как совокупность мер комплексного характера, учитывающих правовое, социально-экономическое, организационное, научно-образовательное, а также инфраструктурное обеспечение, которое в обязательном порядке сопровождается обеспечением ресурсной поддержки формирования эффективной воспроизводственной модели промышленного комплекса. Говоря о формировании концепции инвестиционно-промышленной политики следует понимать, что речь идет не об одном законе или ином документе, который будет регламентировать политику государства в этом направлении. Политика формируется в виде целого комплекса дополняющих друг друга документов, которые могут охватывать сферы народного хозяйства, казалось бы не взаимосвязанные друг с другом. Особенно это важно в аспекте инвестиционно-промышленной политики, которая являясь ключевой в формировании качественной структуры национальной экономики, обусловлена множеством факторов.

Наиболее успешным вариантом при реализации инвестиционно-промышленной политики государства, на наш взгляд было бы вовлечение всех участников, функционирующих в национальном экономическом пространстве, к которым рассмотрены на рисунке 4.1.1.



*Источник: составлено автором*

#### **Рисунок 4.1.1. - Участники инвестиционно-промышленной политики государства**

Во-первых, государство, представленное органами власти республиканского и местного уровня, которые являются разработчиками нормативно-правовых мероприятий, отвечают за их реализацию и исполнение.

Во-вторых, предпринимательские структуры, промышленные предприятия (в том числе и иностранные инвесторы, компании, агенты), которые являются

непосредственными объектами и субъектами промышленной и инвестиционной деятельности.

В-третьи, население страны, которое является основным участником рынка труда, а в условиях рыночной экономики на основе своих экономических решений (сбережения, потребления, спрос, производительность) формирует экономическую конъюнктуру в стране.

Формирование эффективной инвестиционно-промышленной политики невозможно без определения системы принципов, определяющих согласованность и оптимизацию мер по развитию промышленного сектора и его инвестиционной привлекательности.

На наш взгляд, формирование эффективной системы принципов должно отталкиваться от имеющихся в практике узких мест и недостатков. Конечно, мы не претендуем на то, что это самый полный и точный список, но таким является наше видение, согласно которому нами предлагается следующая система принципов – антагонистов, представленных в таблице 4.1.1.

**Таблица 4.1.1. - Система принципов формирования инвестиционно-промышленной политики государства**

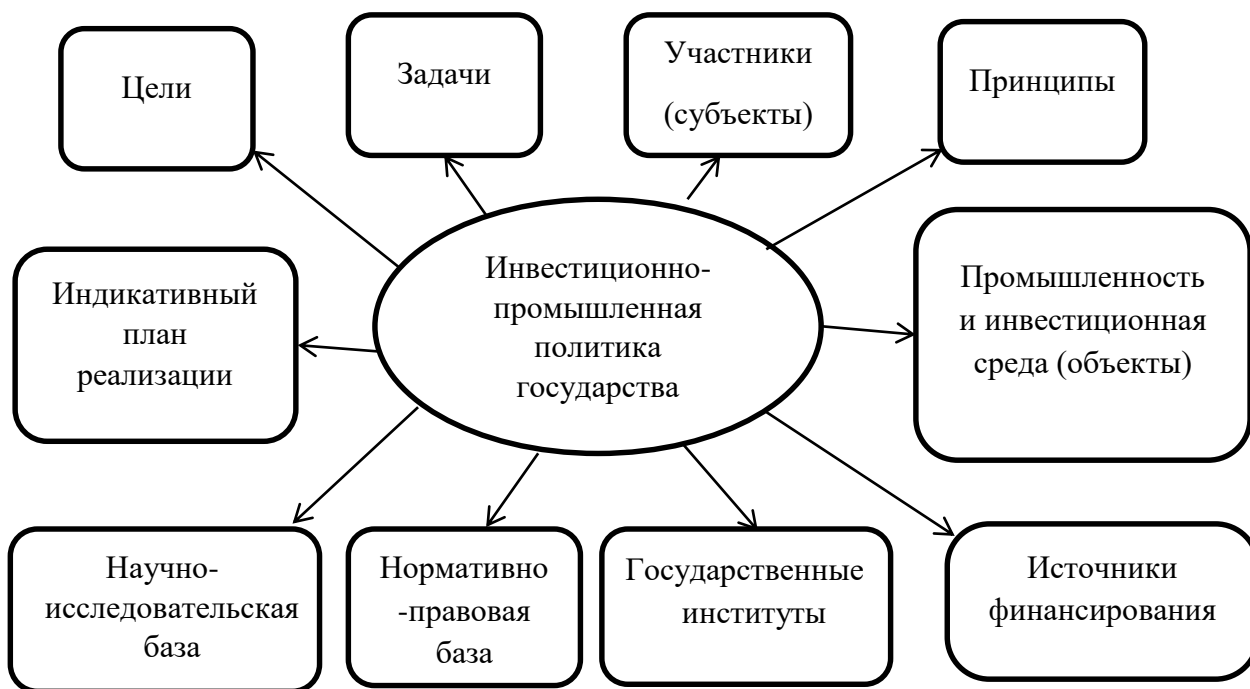
<b>Проблема</b>	<b>Принцип – антагонист</b>
Коррупция	Верховенство закона, честность
Бюрократия	Исполнительность, поддержка
Склонность исказить данные	Достоверность, объективность
Применение неэффективной методологии расчетов	Научная обоснованность, качественный подход
Отсутствие активного диалога между государством и частным сектором	Открытость, обратная связь
Противоречивость мер поддержки	Согласованность, комплексность
Недостаток информационной поддержки	Оперативность, мобильность
Ориентация на сроки, а не качество	Поэтапность, оптимизация

*Источник: составлено автором*

В Законе Республики Таджикистан «О государственной промышленной политике» основными принципами определены: верховенство закона и информационная открытость; преимущество государственного и частного

партнерства; прогнозируемость, мониторинг, контролинг, координация, поощрение и поддержка промышленной деятельности, обусловленность применения мер стимулирования достижения целевых показателей; сочетание организационных, правовых, научных, финансовых, информационных мер в промышленной сфере; интегрированность и конкурентоспособность промышленного производства и т.д. [2].

Кроме системных принципов и участников при формировании концептуальных основ инвестиционно-промышленной политики следует также определить цели, задачи, объект приложения мер по развитию, составные части реализации, сценарии и варианты развития. Представим структуру инвестиционно-промышленной политики государства в виде следующей схемы (рис. 4.1.2.):



*Источник: составлено автором*

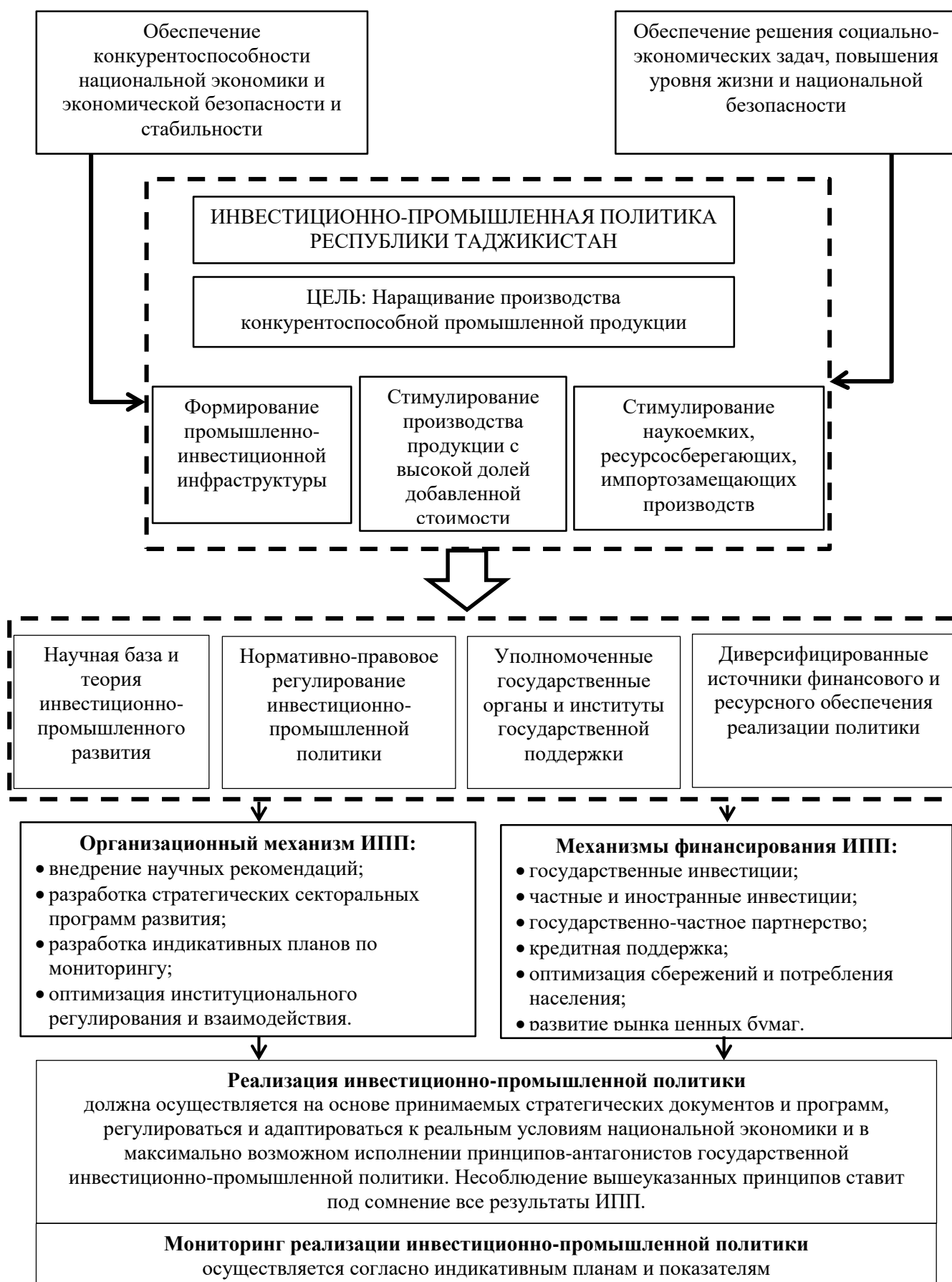
**Рисунок 4.1.2. - Структура государственной инвестиционно-промышленной политики**

Понимание основных элементов структуры инвестиционно-промышленной политики дает возможность определить взаимосвязи и механизмы ее реализации. Кроме того, можно отметить, что структура инвестиционно-промышленной политики схожа и с другими близкими направлениями экономической стратегии государства, в частности структурной, инвестиционной и инновационной политикой.

Это свидетельствует о том, что инвестиционно-промышленная политика носит комплексный характер, который предполагает поддержку смежных и поддерживающих отраслей. В научной среде широко распространено мнение, согласно которому промышленная политика интерпретируется как любые действия властей, нацеленные на формирование благоприятной среды для бизнеса, обеспечение экономического подъема и повышение конкурентоспособности экономики [318]. И хоть такой подход носит весьма размытый и обобщенный вид, нельзя не признать наличие ключевой и первичной парадигмы, основанной на формировании эффективной конкурентоспособной предпринимательской среды. Особую актуальность это приобретает в отечественных условиях, когда государство, не обладая достаточными финансовыми ресурсами, рассчитывает на активную частную инициативу.

Важное значение при разработке политики по поддержке той или иной сферы имеет уточнение объектов, к которым должна быть применена государственная поддержка. Как отмечалось выше, промышленность, являясь связующим и комплексным звеном в системе народного хозяйства, предполагает расширенный подход в определении объектов для государственной поддержки. Комплексный обхват объектов государственной поддержки предопределяется теми масштабными целями и проблемами, которые решает эффективная инвестиционная политика. В этой связи рассмотрим концептуальные основы инвестиционно-промышленной политики Республики Таджикистан на нижеследующем рисунке 4.1.3.

Инвестиционно-промышленная политика рассматривается как целый ряд государственных мер, которые должны быть направлены на формирование организационно-экономических механизмов для реализации и финансового обеспечения в данном направлении. При этом необходимо соблюдать условия по оптимизации и слаженности деятельности всех государственных органов и институтов, задействованных в реализации этих мер, привлечение всех участников, функционирующих в экономическом пространстве страны, а также обеспечить эффективность мониторинга реализуемых мероприятий.



Источник: разработано автором

**Рисунок 4.1.3. - Концептуальные основы инвестиционно-промышленной политики Республики Таджикистан**

Государством как главным регулятором и участником, определяющим векторы развития предприняты многочисленные меры. Так, в 2007 году была принята первая версия Закона Республики Таджикистан «Об инвестициях», который наряду с иностранными инвестициями всячески поощряет и внутренние инвестиции, а в 2016 году данный закон был заменен на новый Закон Республики Таджикистан «Об инвестициях», в котором особое место приобретают вопросы предоставления равного правового режима и гарантии по защите прав инвесторов. Также приняты Закон Республики Таджикистан «Об инвестиционном соглашении», «О свободных экономических зонах», «О государственной защите и поддержке предпринимательства», «О моратории на проверки деятельности субъектов предпринимательства в сферах производства», разработаны «Стратегия развития промышленности на период до 2030 года», Концепция государственной политики привлечения и защиты инвестиций Республики Таджикистан, Программа ускоренной индустриализации РТ на 2020-2025 годы, функционируют Консультативный совет по улучшению инвестиционного климата при Президенте Республики Таджикистан и Национальный совет по развитию промышленности в Республике Таджикистан, ведется активная деятельность по совершенствованию налоговой системы страны и таможенных процедур, разработаны особый режим лицензирования и регистрации предпринимательских субъектов.

В целом, разработка и реализация инвестиционно-промышленной политики государства представляет собой перманентный процесс, связанный с совершенствованием условий предпринимательской среды, определением приоритетных промышленных (и прочих) направлений и, соответственно, поддержкой этих сфер с целью аккумуляции необходимых для прогрессивного роста ресурсов. В условиях динамичного развития, которое является атрибутом рыночной экономики невозможно сформулировать какую-либо статичную модель государственной экономической политики, которая позволит обеспечить решение поставленных задач и целей перед экономикой. И сама экономика, и условия среды, и сами проблемы, задачи и цели находятся в перманентной трансформации, соответственно и важнейшими требованиями к инвестиционно-промышленной



политике будут динамичность, гибкость, многовариантность, мобильность и оперативность.

Таким образом, разработка концептуальных основ инвестиционно-промышленной государственной политики в Республике Таджикистан позволила заключить следующие основные положения:

1. Синхронизация промышленной политики с правовым, институциональным, инвестиционным, ресурсным обеспечением реализации мероприятий по промышленному развитию.

2. Достижение целей по инвестиционно-промышленному развитию и стимулированию предполагает решение проблем с формированием благоприятной предпринимательской среды, которая, в свою очередь, имеет непосредственной влияние на инвестиционный климат и инвестиционную привлекательность экономики.

3. Разработка и реализация инвестиционно-промышленной политики должна найти обоснование и имплицитивно согласована со всеми своими составляющими (наука, нормативно-правовая база, государственные органы и институты и инвестиционный механизм).

4. При реализации государственной инвестиционно-промышленной политике особое значение приобретает вовлеченность и конструктивное участие всех участников, функционирующих в экономическом пространстве.

5. Принципы, применяемые при разработке и реализации инвестиционно-промышленной политики должны соответствовать предложенному выше алгоритму, когда выявляется конкретная проблема или узкое место и специально для него подбирается целевой принцип. При этом стоит отметить, что обязательным условием любой программы или политики является неукоснительное следование этим принципам, иначе все цели, задачи, меры поддержки и эффекты будут носить исключительно номинальный характер.

Таким образом, можно заключить, что эффективная инвестиционно-промышленная политика является необходимым условием для достижения целей по ускоренной индустриализации страны и должна охватывать мероприятия по

стимулированию предпринимательской активности и повышению финансовой грамотности всех участников, облегчению доступа к инвестициям и финансовым ресурсам, а также предоставлению отраслям промышленности широкого спектра организационных и экономических льгот.

#### **4.2. Организация деятельности предпринимательских структур в промышленности на основе применения механизмов государственно-частного партнерства**

Экономическое развитие предполагает поиск и привлечение финансовых ресурсов на постоянной основе. Это касается как развития предпринимательских структур, так и развития национальной экономики, реализации секторальных программ и инвестиционно-промышленной политики. И даже более того, как бы парадоксально не звучало реализация стратегии по привлечению инвестиций, также требует определенного финансового обеспечения.

Перманентность процесса привлечения инвестиций объясняется рядом как объективных, так и субъективных факторов, к которым в первую очередь относят недостаток собственных средств для реализации деловых планов, и объективные экономические закономерности, связанные с движением предпринимательского капитала, которые могут быть продиктованы классическими стимулами (получение прибыли), поиском эксклюзивных, венчурных, технологических инноваций или усилением рыночных и других составляющих. Так или иначе, процесс привлечения инвестиций в бизнес и в национальную экономику носит постоянный и долгосрочный интерес.

Неравномерное развитие экономик стран мира предопределило возникновение международного инвестиционного рынка. Высокоразвитые страны мира с их крупными предпринимательскими структурами достигли пределов своего развития внутри своих отечественных экономик и вышли за их пределы, соответственно, широкое распространение получают именно процессы иностранного инвестирования. В большинстве случаев, конечно, речь идет об

экономических мотивах вложения инвестиций со стороны иностранного инвестора, но тенденции развития мировой экономики последних десятилетий позволяют определить наличие также и политических мотивов в глобальном инвестиционном механизме.

В этом контексте, мы не будем углубляться в рефлексию по поводу потенциальных эффектов, возникающих в результате инвестиционных планов политических элит, а резюмируем вывод по этому процессу в экономической плоскости. На наш взгляд, это свидетельствует о наличии крупных инвестиционных ресурсов в мировой экономике, которые ищут своего приложения вне своих национальных экономик, соответственно целью развивающихся экономик должно стать формирование эффективного инвестиционного климата, более того конкурентоспособной инвестиционной среды, иначе иностранные инвестиции уйдут в другие более привлекательные национальные экономики. А это в свою очередь будет чревато не только потерей потенциальных инвестиционных возможностей, но и укреплением конкурентных преимуществ других участников мировой экономики.

В целом, можно заключить, что предпринимательские структуры и национальные экономики должны постоянно осуществлять деятельность по привлечению инвестиций и поиску источников финансирования своего развития, независимо от степени обеспеченности финансовыми ресурсами. Под источниками инвестиционного обеспечения следует понимать всю совокупность денежных и капитальных потоков, которые могут быть использованы в качестве инвестиционных ресурсов.

Г.А. Абзалбек в своей статье определяет, что «основными источниками финансирования инвестиционной деятельности с различными источниками финансирования являются самофинансирование, акционерное финансирование, бюджетное финансирование, кредитное финансирование, лизинговое финансирование и смешанное финансирование» [94]. Такая классификация источников финансирования инвестиционного процесса не является новой, более

того многие исследователи также являются склонны к такому упорядочению источников инвестиционного обеспечения.

Например, в другом, более сжатом определении источников финансирования инвестиций, которое условно состоит из четырех основных групп также можно наблюдать дублирование приведенных выше источников инвестиционного обеспечения. К ним относятся:

- 1) финансирование за счет взносов учредителей и прочих инвесторов;
- 2) самофинансирование за счет прибыли компаний;
- 3) долговое финансирование (кредиты);
- 4) гибридное финансирование.

Финансирование за счет учредителей связано с внесением свободных средств инвесторами и акционерами в капитал компании, что соответствует акционерному финансированию и может принимать такие формы как взносы в уставный капитал, как действующих вкладчиков, так и новых инвесторов, курсовая разница по акциям компании, венчурный капитал, эмиссия и размещение дополнительных акций. Стоит отметить, что финансирование из государственного бюджета (или иных финансовых государственных структур) на безвозмездной основе также можно отнести к этому источнику финансового или инвестиционного обеспечения. Как одним из направлений привлечения финансирования по этому источнику, можно определить привлечение средств из различных инвестиционных фондов, участниками которых могут быть различные компании или инвесторы, действующие через посредника.

На наш взгляд, более удобным было бы определить данную категорию инвестиционных ресурсов как привлеченный капитал на основе долевого участия, т.е. привлеченные средства независимо от субъекта инвестирования переходят в собственность объекта инвестирования.

Самофинансирование предполагает использование в качестве инвестиционных ресурсов, накопленные в ходе своей предпринимательской деятельности, средства компании, т.е. это ранее полученная прибыль, амортизационные отчисления, средства от реализации неиспользуемых

(излишних) материальных и нематериальных активов, другие накопленные резервы. В теории и практике этот источник очень часто рассматривается наиболее удобным и безопасным для роста и развития бизнеса. Однако в современных отечественных условиях этого источника для реализации, поставленных перед экономикой задач явно будет недостаточно.

Долговое финансирование в развитых странах является наиболее популярным и доступным источником финансирования, которое предполагает использование банковского и торгового кредитов (в том числе лизингового), выпуска и размещения долговых ценных бумаг, привлечение займов и целевого финансирования. В данном контексте применительно к отечественным реалиям одним из оптимальных решений может выступать практика применения лизинга.

Лизинговые операции также, по сути, являются мерой поддержки производственных отраслей, так как объектом лизинга выступают основные фонды, которые и требуют больших денежных вложений. Посредством лизинга появляется возможность приобрести дорогостоящее оборудование, при этом рассрочив финансовую нагрузку. В нашей стране имеется определенный опыт применения данного инструмента, который необходимо изучать и сделать более доступным.

Гибридное финансирование – это комбинация различных форм финансирования, которая предполагает смешивание различных финансовых инструментов, в результате которого одна форма финансирования может быть заменена на другую. Прежде всего, речь идет о переходе долговой формы финансирования на долевую форму участия в деятельности объекта инвестирования. В этом контексте большой интерес может представлять применение практики конвертируемых займов для инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности.

Конвертируемый заем, как форма инвестирования предполагает предоставление предпринимателю финансовых ресурсов на условиях потенциального изменения их статуса с долгового на долевого. В случае успешной реализации инвестиционного проекта кредитор становится инвестором и

партнером, в случае неудачи вложенные средства будут возвращены по условиям кредита. Кроме того, что это дает возможность получателю займа не возвращать кредит, так же в случае успешного развития отпадет необходимость в проведения ряда процедур по выпуску акций и реструктуризации предприятия. Это мера может быть применена как стимулирующий и поддерживающий инструмент для развития промышленного сектора страны. Причем предоставления конвертируемых займов может быть со стороны как государства, кредитных организаций, частных инвесторов. Кроме конвертируемых займов, в мировой практике широкой применение имеют конвертируемые облигации. Однако, в связи с недостаточным развитием рынка ценных бумаг, на данный момент, на наш взгляд, будет более привлекательным механизм обращения конвертируемых займов.

Бюджетное финансирование можно рассматривать и как отдельный источник обеспечения инвестиционными ресурсами, и как смешанную форму финансирования и как инвестирование за счет привлеченного капитала. В первую очередь, говоря о бюджетном финансировании предполагают государственной инвестирование за счет республиканского или местных бюджетов, это может быть, как форме государственного заказа или посредством проведения тендера. Однако, применима и такая практика, когда государственные аккумулирующий орган, занимается размещением средств доноров или полученных на развитие бизнеса международных грантов, посредством самостоятельного государственного учреждения, как например, Фонд по поддержки и развитию предпринимательства в Таджикистане. В этом случае посредством государственного органа бизнесу предоставляются средства других партнеров.

Систематизируем данные по источникам инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в виде таблицы 4.2.1.

**Таблица 4.2.1. - Характеристика источников финансирования инвестиционной деятельности**

<b>Источник финансирования</b>	<b>Форма финансирования</b>	<b>Субъект финансирования</b>	<b>Особенности финансирования</b>	<b>Преимущества</b>	<b>Недостатки</b>
<b>Привлеченный капитал</b>	Взносы в уставной капитал от новых инвесторов, эмиссия акций, безвозмездная помощь или долевое участие государства	Широкий круг инвесторов, новые акционеры, государство	Увеличение уставного капитала, долевое участие, внешний механизм привлечения капитала	Возможность привлечения ресурсов в крупных масштабах, опыт новых инвесторов, безвозмездный характер привлеченного капитала	Сложность процедуры реструктуризации, децентрализация управления, сложности взаимодействия новыми партнерами, нередко снижение стоимости акций
<b>Само финансирование</b>	Взносы учредителей, прибыль, амортизационный и резервный фонды	Учредители, действующие акционеры	Реинвестирование прибыли, мобилизация внутренних ресурсов, внутренний механизм финансирования	Простота процесса финансирования, финансовая устойчивость, минимальная ответственность перед третьими лицами	Ограниченность объемов финансирования, снижение доходов акционеров, нередко более высокая стоимость средств
<b>Долговое финансирование</b>	Банковский и торговый кредиты, долговые ценные бумаги, лизинг	Банки, финансовые организации, поставщики и прочие кредиторы	Платность, срочность, внешний характер заимствований	Широкие возможности привлечения, отсутствие затрат на выпуск акций, сохранение полномочий и силы голоса, нередко более тщательный анализ	Повышение инвестиционных рисков, зависимость от курсовых колебаний, снижение показателей финансовой обеспеченности и независимости
<b>Смешанное (гибридное) финансирование</b>	Финансовые инструменты смешанного типа: конвертируемые займы и облигации	Государство, инвестиционные фонды, частные инвесторы и лица	Возможность перехода от долгового к долевого заимствованию	Потенциальный рост активов компании, возможность привлечения широкого круга инвесторов	Неразвитость данного вида финансирования, в случае перспективности передача доли партнерам, в обратном-платность и возвратность средств

*Источник: составлено автором*

Мировой опыт доказал, что одним из возможных инструментов обеспечения необходимой базы для инвестирования проектов строительства, модернизации, обслуживания и эксплуатации инфраструктуры, крупных промышленных объектов в случае ограниченности государственных финансовых средств является механизм государственно-частного партнерства. Посредством механизма государственно-частного партнерства будет представлена возможность для повышения эффективности государственно-частного диалога, повышения качества услуг, ускорения процесса модернизации инфраструктуры, необходимой для обеспечения диверсификации экономического развития.

Партнерство государства с частным сектором при такой форме сотрудничестве может реализовываться посредством привлечения ресурсов и потенциала частного сектора в реализации важных проектов, при этом распределении рисков, прибылей и убытков, прав и обязанностей осуществляется согласно соответствующим соглашениям, подписанным сторонами. Ожидаемый результат практического применения механизма государственно-частного партнерства относится к развитию социальных услуг и инфраструктуры в различных секторах, что способствует решению задач модернизации экономики, формируемой инновационным процессом, и повышению ее конкурентоспособности. Анализы международного уровня свидетельствуют о том, что развитие инфраструктуры создает основу для активизации экономического развития, так как увеличение объема инвестиций в инфраструктуру на 10% обеспечивает 1% экономического роста.

В настоящее время в отечественных условиях одним из главных и наиболее актуальных инструментов улучшения инвестиционной привлекательности может служить государственно-частное партнерство. На нынешнем этапе без применения механизма государственно-частного партнерства, частному сектору очень сложно будет полноценно развивать крупные инфраструктурные, промышленные проекты. Кроме того, применение механизма государственно-частного партнерства обеспечит активное развитие проектов по «зеленой» и «диджитал» экономике. Участие государства в таких инновационных и социально-ориентированных



проектах существенно повысит доверие со стороны инвесторов и обеспечит гарантии.

В контексте инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности следует учесть, что наличие высокого уровня износа основных средств в промышленности и инфраструктурном секторе, предполагает необходимость привлечения долгосрочных и крупных вложений, которые непосильны для государственного бюджета, в то время как современный бизнес ориентирован на крупные проекты, но при условии обеспеченности правовых, организационных, управленческих гарантий, с учетом этого считается целесообразным укрепить и расширить положение государственно-частного партнерства.

В Республике Таджикистан тема ГЧП является предметом активного обсуждения. В 2012 году принят Закон «О государственно-частном партнерстве», который регламентирует экономическое сотрудничество государственного центрального или местного органа с индивидуальными или негосударственными юридическими субъектами предпринимательской деятельности. Механизм государственно-частного партнерства в Республике Таджикистан прошел испытательный этап в реализации проектов в некоторых ключевых сферах (инфраструктура медицинской сферы, сектора энергетики, сферы образования и транспортной сферы), и для его расширения, для аналогичного развития других отраслей, требуется систематический, экономически и научно обоснованный подход. По данным на 2020 год в стране реализуется пять инвестиционных проектов на основе ГЧП, общая сумма которых составляет 280 млн. сомони [310].

Государственно-частное партнерство как основанное на объединении ресурсов и разделении рисков сотрудничество государственного и частного партнеров особо широко применяется в сфере развития общественной инфраструктуры во многих странах с развивающейся экономикой. Более того, именно со стороны развивающихся стран наблюдается повышенная заинтересованность в развитии этого механизма. Это определяется в первую очередь тем, что именно наличие инфраструктуры, ее доступность и

взаимосвязанность, непосредственно влияют на социально-экономическое развитие страны. В Республике Таджикистан в текущих условиях из-за необходимости выстраивания новых логистических цепочек, потребности в наращивании инфраструктуры стали несопоставимо выше, а учетом того что государственному бюджету очень сложно самостоятельно осуществить реализацию инфраструктурных проектов, то и вопросы применения механизмов государственно-частного партнерства приобретают особую актуальность.

Эта форма партнерства особенно актуальна при решении задач формирования эффективной инфраструктуры, о чем в принятом законе РТ особо подчеркивается. При этом стоит заметить, что для государства это позволяет получить следующие преимущества:

- Ускорить запуск инфраструктурных объектов с минимизацией бюджетных расходов на них;
- Посредством решения инфраструктурных проблем в ускоренном режиме обеспечить предоставление более лучших условий ведения бизнеса для большего количества пользователей;
- Обеспечить частным компания объемы производств и допуск к рынку по предоставлению услуг населению и получению прибыли, а также возможности для своего расширения и развития;
- Возможность привлечь инвестиции в стратегически важные отрасли и предприятия без потери права собственности и процедуры приватизации.

Однако, стоит отметить, что количество проектов ГЧП напрямую зависит от качества их предпроектной подготовки, их привлекательности для частных инвесторов и финансирующих организаций. Обязательным условием формирования и развития эффективного механизма государственно-частного партнерства является именно экономическая привлекательность проекта для частного инвестора. Государство, разрабатывая проекты партнерства с предпринимательскими структурами необходимо учитывать этот определяющий фактор, а не стремиться привлечь частного партнера без формирования стимулов для вложения частного капитала. В долгосрочной перспективе государство в

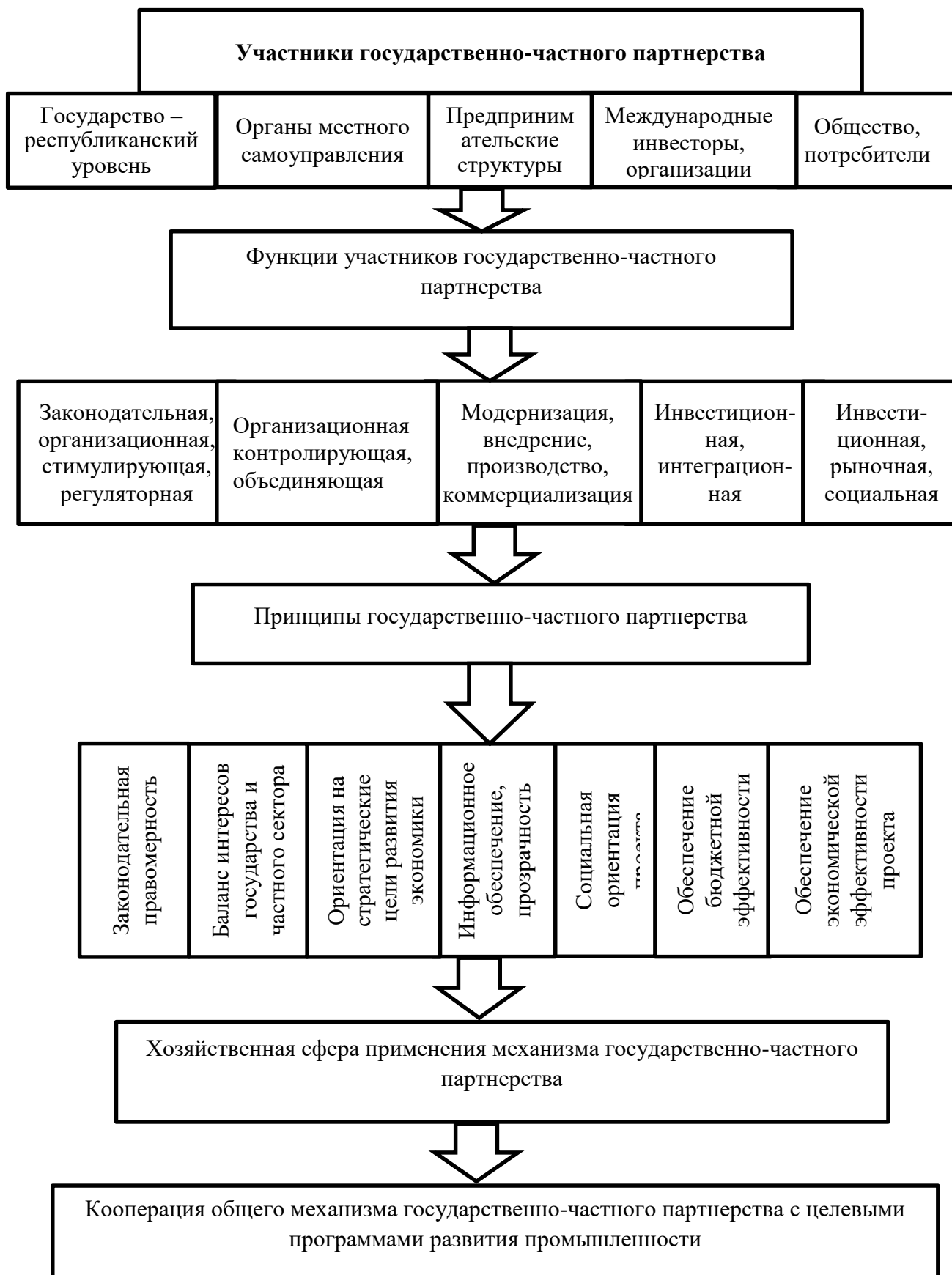
любом случае получить и экономические эффекты от реализации совместного проекта. Это может быть выражено в улучшении динамики развития предпринимательства в стране, что повлечет за собой неминуемый рост налоговых отчислений.

Наряду с предоставлением финансовых стимулов для частного партнера также обязательными условиями формирования устойчивого механизма реализации проектов государственно-частного партнерства являются благоприятная правовая база, хорошо функционирующие институты поддержки, наличие проектных команд, имеющих практические навыки подготовки и сопровождения реализации подобных проектов и др. Исходя из этого можно заключить, уровень развития этой формы партнерства в значительной степени зависит от эффективности системы государственного управления и институциональной среды в данной сфере.

В Республике Таджикистан структура управления и координации ГЧП осуществляется государственными учреждениями. Уполномоченными государственными органами в этой сфере определены:

1. Государственный комитет по инвестициям и управлению государственным имуществом Республики Таджикистан;
2. Совет по ГЧП при Правительстве Республики Таджикистан;
3. ГУ «Центр реализации проектов государственно-частного партнерства».

Рассмотрим организационный механизм института государственно-частного партнерства на рис. 4.2.1.



Источник: разработано автором

**Рисунок 4.2.1. - Организационный механизм института государственно-частного партнерства**

Направленность проектов механизма государственно-частного партнерства в основном сосредоточена на 4-х основных социально-значимых аспектах: водоснабжение, энергетика, транспорт и социальные услуги населению (здравоохранение, образования, ЖКХ). Такая характерная направленность присуща как практике развитых стран, так и развивающихся. В Центрально-азиатском регионе традиционно наиболее значимыми и капиталоемкими являются транспортные проекты. В то же время наблюдается тенденция увеличения доли проектов, реализуемых на базе этого механизма, в коммунальной, медицинской и образовательной сферах, которые по масштабу и стоимости приближаются к транспортным проектам.

По данным Евразийского банка развития на конец 2022 года «лидерами по количеству проектов в форме государственно-частного партнерства и объему, вложенных в них инвестиций являются рынки России, Казахстана и Кыргызстана. Наиболее зрелые показатели у российского рынка государственно-частных проектов: на 01.09.2022 функционирует 3724 инфраструктурных проектов (включая формы квази), общим объемом инвестиций 5,4 трлн рублей, из которых на частные инвестиции приходится 3,9 трлн (72%). Динамичный рост показывает практика применения этого механизма в Казахстане: на 01.11.2022, на разных стадиях подготовки и реализации находится 1350 проектов, общим объемом привлеченных и планируемых инвестиций 1335,9 млрд тенге. Перспективным является рынок проектов государственно-частного партнерства в Кыргызстане: на 01.11.2022, в пайплайне Кыргызской Республики – порядка 55 подобных проектов, суммарной стоимостью около 100 млрд сомов» [311].

Относительно представленной статистики практика применения этого механизма в Таджикистане имеет очень серьезное отставание (табл.4.2.2.). Эффективная реализация этих проектов принесла экономике республики более 287 миллионов сомони, и обеспечила 292 постоянных рабочих места. На сегодняшний день исполнители проекта выплатили налогов в бюджет на сумму более 12,713 миллиона сомони [15].

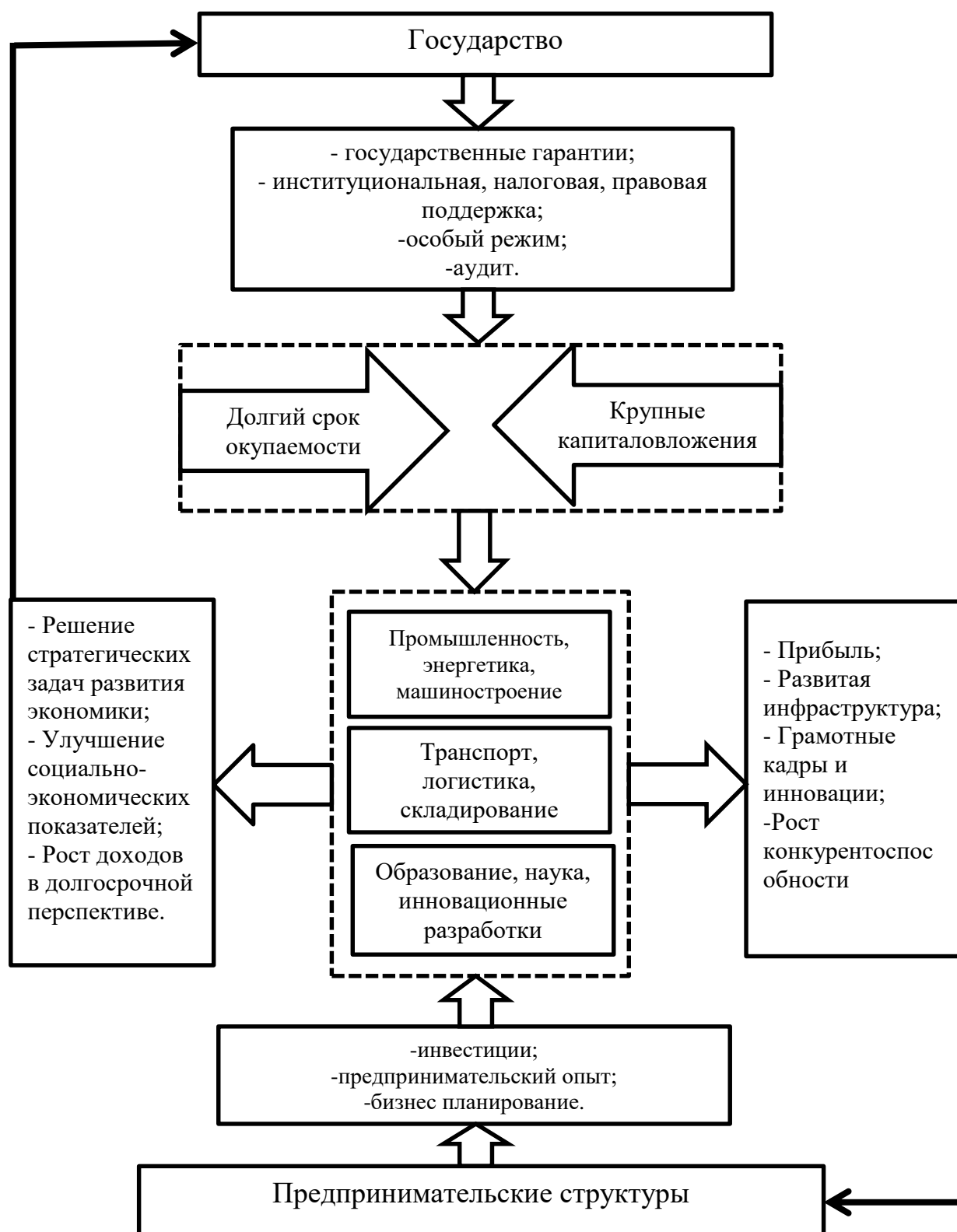
Международный опыт реализации механизмов государственной частного партнерства показывает, что преимущественно сферами этого сотрудничества являются отрасли и направления, которые изначально были в ведении государства, но в силу сложившихся условий государству (недостаточность бюджетных средств, мобильность бизнеса, эффективность бизнеса) возникает необходимость в привлечении частного сектора. Эти направления зачастую связаны с крупными капиталовложениями, более длительными сроками окупаемости и соответственно более высокими рисками и в тоже время определенно высокими эффектами, но в долгосрочной перспективе.

**Таблица 4.2.2. - Проекты, реализуемые в соответствии с механизмом государственно-частного партнерства в Республике Таджикистан**

Наименование проекта	Сумма реализации, млн. Долларов	Социальная польза			Частный партнер и срок реализации
		количество объектов, в единицах	рабочие места, в единицах	налоговые платежи, сомони	
Реконструкция и управление детским садом №133 в городе Душанбе	8	1	32	1260251	ООО «Бойче - чак» 10 лет
Строительство линии электропередачи до СЭЗ «Дангара»	219,6	1	12	6115200,54	ООО «Шенси» 8 лет
Создание центра профилактики и борьбы с вирусными гепатитами	20	1	157	3738120	ООО «Таджик - инновация» 15 лет
Система электронной оплаты дорожного сбора ее контроль в общественном пассажирском транспорте города Душанбе	23,9	1	45	1427421	ООО «Авесто Гурух» 5 лет
Обеспечение населения джамоата села Исфисор Бободжон Гафуровского района чистой питьевой водой	1,8	1	11	116607	ООО «Билол-2017» 35 лет
Управление бытовыми отходами в городе Бустон	13,7	1	35	55563	ООО «Билол-2017» 20 лет

*Источник: Программа развития государственно-частного партнерства в Республике Таджикистан на период до 2030 года. Душанбе. 2023. – 22 с.*

В отечественных условиях ориентированность на долгосрочную перспективу очень часто является сдерживающим фактором для привлечения частных инвестиций. В связи с этим именно механизм государственно-частного партнерства может выступить тем компромиссом между государственными и частными интересами. Это, в первую очередь, предполагает наличие государственных гарантий, которые являются наиболее эффективным инструментом минимизации рисков. Практика применения этого механизма чаще всего наблюдается в отраслях, связанных с оказанием социальных услуг населению, а формы его реализации в промышленности еще достаточно новое явление в нашей экономике. Однако, учитывая современные реалии именно промышленный сектор имеет все предпосылки для того чтобы стать триггером развития этого механизма в Таджикистане. Согласно, представленному ниже рисунку 4.2.2. механизму государственно-частного партнерства в промышленности, государству и предпринимательским структурам необходимо найти баланс взаимных интересов на основе представленных на рисунке эффектов для каждой из сторон, где государство получит возможность решения стратегических задач развития экономики, в том числе целей по ускоренной индустриализации; улучшения социально-экономических показателей; рост доходов в долгосрочной перспективе. Частный сектор, в свою очередь, получит возможность максимизировать свою прибыль посредством участия в промышленных проектах, которым будут предоставлены особые льготные режимы; получить развитую инфраструктуру; повысить квалификацию и инновационный потенциал; добиться роста конкурентоспособности.



Источник: разработано автором

**Рисунок 4.2.2. - Механизм государственно-частного партнерства в промышленности**

На наш взгляд, учитывая настоящее соотношение долей государства и частного сектора в промышленности (6,4% к 93,6% соответственно) стоит обратить внимание на создание новых предприятий промышленности на основе



государственно-частного партнерства. На базе действующих предприятий промышленности наиболее привлекательными могут выступать энергетический комплекс и предприятия обрабатывающей промышленности, в которых относительная доля государственной собственности еще имеет большую долю. В свете реализации инновационного сценария СНР – 2030 актуальным было бы объединить усилия государства и частного сектора в наукоемких отраслях таких как машиностроение, развитие технопарков, формирование научной базы развития промышленности. В предпринимательской среде одной из важнейших проблем, часто называется, отсутствие квалифицированных инженерно-технических кадров. В этом контексте, стоило бы сделать акцент на совместном развитии различного рода НИИ при крупных заводах и промышленных зонах.

Широкой сферой и для совместных партнерских отношений между государством и представителями бизнеса может выступать сфера промышленных инноваций, которая предполагает, что на основе государственной поддержки и частных инвестиций должны появиться высокотехнологичные и наукоемкие производства с перспективой применения новых технологий и изготовления новых материалов [128]. Еще одной перспективной областью для развития партнерских отношений власти и инвесторов становится область промышленной утилизации и переработки отходов [38].

В целом для успешного применения данного механизма следует обратить внимание на составные элементы механизма государственно-частного партнерства, представленного в таблице 4.2.3.

В целом, изучение отечественного опыта реализации механизма ГЧП позволило определить следующие слабые стороны:

- ✓ длительные процедуры планирования по сравнению с бюджетным финансированием;
- ✓ трудности в определении долгосрочных перспектив из-за резкого изменения рыночного состояния;
- ✓ наличие ограничения на реализацию проектов государственно-частного партнерства в некоторых сферах;

- ✓ сложности в привлечении инвестиций для крупных проектов;
- ✓ ограниченный доступ к средствам финансирования для реализации инфраструктурных проектов;
- ✓ противоречия в нормативно-правовых актах, регулирующих сферу государственно-частного партнерства и потребность в их совершенствовании.

**Таблица 4.2.3. - Основные составляющие механизма государственно-частного партнерства**

Инструменты	Функции
Институциональные: - Государственный комитет по инвестициям и управлению государственным имуществом; - Совет по ГЧП при Правительстве РТ; - ГУ «Центр реализации проектов ГЧП»	- изучение и разработка направлений развития ГЧП; - координация и интеграция правовых актов и отраслевых программ развития; - сбор, обработка и консультирование по вопросам ГЧП; - организация реализации проектов ГЧП, ведение реестра, выявление проблем, разработка рекомендаций, совершенствование ГЧП и т.д.
Правовые: - Закон о ГЧП от 28.12.2012. №907 - Закон о концессиях от 15.05.1997. №430 - Программа развития ГЧП в РТ на период до 2030г	- правовое регулирование процесса ГЧП; - ясная регламентация прав и обязанностей сторон; - регламентация форм ГЧП; - обеспечение справедливого и прозрачного функционирования ГЧП; - унификация документооборота и формирование типовых образцов договоров и т.д.
Стимулирующие: - Налоговые преференции; - Административные преференции; - Инвестиционное участие.	- формирование экономических стимулов; - соблюдение баланса экономических интересов сторон; - финансовое участие и т.д.
Инфраструктурные: - Фонд поддержки ГЧП; - Фонд развития инноваций и промышленности; - Фонд поддержки производственного предпринимательства; - Фонд поддержки предпринимательства; - Кредитные, венчурные и инвестиционные организации; - Бизнес инкубаторы и бизнес сообщества.	- формирование информационной площадки для участия в ГЧП; - проведение общественных мероприятий по продвижению ГЧП; - привлечение инвестиций в ГЧП; - формирование оптимального процесса кредитования ГЧП; - сопровождение реализации проектов ГЧП; - оценка и отчетность по реализации проектов ГЧП и т.д.

*Источник: составлено автором*

Таким образом, можно заключить, что применение механизмов государственно-частного партнерства признается мировым опытом, как эффективный инструмент по реализации крупных инфраструктурных, социально-

ориентированных, инновационных и промышленных проектов. Учитывая особенности и состояние национальной экономики, принятых программ и стратегий развития, внедрение этого механизма для реализации совместных проектов в промышленности Республики Таджикистан может открыть дополнительные резервы для прогрессивного развития. В настоящее время реализация проектов государственно-частного партнерства в промышленности де-юре невозможна, однако, координация смежных законов позволит развить и внедрить этот механизм в форме концессий, консорциумов, акционерных обществ и других организационно-правовых, организационно-экономических форм предпринимательства в промышленности. В контексте, современных трендов глобального развития, таких как Цели устойчивого развития, Программа низкоуглеродного развития и целей НСР-2030 и Стратегии развития зеленой экономики в Республике Таджикистан на 2023-2037 гг наиболее приоритетными направлениями для реализации государственно-частного партнерства могут выступать энергетический сектор, развитие которого играет также и инфраструктурную роль для роста инвестиционного потенциала и привлекательности всей промышленности. Промышленному производству характерна энергозатратность, соответственно решение вопроса с производством зеленой энергии значительно повысит конкурентоспособность отечественной промышленности и обеспечит рост инвестиционных вложений.

#### **4.3. Диверсифицированный подход к формированию механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности**

Многообразие подходов при решении задач имеет значительные преимущества перед стандартными стратегиями «точек роста». Во-первых, минимизируются риски от возникновения зависимости от конкретного фактора или направления; во-вторых, формируется креативный, в какой-то степени инновационный подход к реализации целей; в-третьих, расширяется диапазон

применяемых практик и навыков, что способствует росту грамотности и профессионализма участников; в-четвертых, повышается гибкость и многовариантность при решении поставленных задач; в-пятых, возникают предпосылки для более рационального использования имеющегося потенциала; в-шестых, реализуется один из важнейших принципов планирования и управления – принцип участия, который способствует вовлеченности в процессы развития всех сторон и участников.

Диверсификация как мера управления и снижения риска имеет широкое применение в инвестиционной деятельности и представляет собой процесс инвестирования средств в различные активы с целью снижения рисков. Это означает, что инвестор размещает свои средства по различным направлениям и проектам, чтобы уменьшить зависимость от одного источника дохода или одного сектора. При этом учитывается уровень доходности инвестиционного портфеля, считается оптимальным такое распределение инвестиционных ресурсов по различным видам активов, при котором общая доходность стремится к росту. Эта практика в экономике связана с дифференциацией рисков, когда риски классифицируются и согласно их градации, принимаются решения по диверсификации инвестиционного портфеля. Так, например, для снижения страновых (государственных) рисков может быть использована стратегия разбивки инвестиционного портфеля по странам. Для снижения экономических рисков применяются практики диверсификации по инструментам (ценные бумаги, основные средства, золото и т.д.), кроме того защита инвестиционных ресурсов может быть обеспечена за счет инвестирования в различные отрасли (смежные, обслуживающие, альтернативные и т.д.).

В целом, диверсификация как экономический инструмент имеет неограниченные возможности для разработки многовариантных моделей развития, которые способствуют более полному раскрытию потенциала экономической системы и ее оптимизированному росту.

В контексте проводимого исследования, наша позиция основывается на применении диверсифицированного подхода при формировании механизма

инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности. Это предполагает разработку механизма инвестиционного обеспечения, основанного на изучении и проработке множества источников финансового обеспечения инвестиционной деятельности.

Рассмотрим само понятие инвестиционного обеспечения в экономической плоскости. Экономическое содержание категории «инвестиционное обеспечение» предполагает наличие совокупности экономических отношений, связанных с поиском, привлечением, распределением, эффективным использованием, управлением и оценкой инвестиционного капитала посредством экономических принципов, методов и форм взаимовыгодного сотрудничества в целях обеспечения рационального развития всех вовлеченных сторон.

Механизм инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности представляет собой совокупность, систему процессов, отношений, методов, инструментов и ресурсов, используемых для привлечения инвестиций и оборачиваемости инвестиций, функционирование которого будет способствовать обеспечения финансовой устойчивости как предприятий, так и отрасли, и экономики, в целом. Он может содержать различные формы финансирования, инвестиционные программы, стратегии привлечения инвесторов, а также механизмы гарантирования инвестиций и обеспечения их доходности. При этом на микроуровне механизма инвестиционного обеспечения можно регламентировать ряд общих концептуальных составляющих, которые могут быть адаптированы в деятельности конкретных предприятий и рассмотрены в качестве алгоритма разработки и реализации инвестиционного плана предприятия, связанного с идентификацией потребностей в инвестициях, оценкой инвестиционных проектов, привлечением инвесторов, разработкой инвестиционных планов и стратегий, управления инвестиционным портфелем, мониторингом и оценкой инвестиционных решений.

Механизм инвестиционного обеспечения на уровне предприятия, отрасли или экономики в целом предполагает комплексную систему, главным свойством которой является цикличность. Механизм инвестиционного обеспечения – это не

набор одномоментных действий и мероприятий, связанный с поиском и привлечением инвестиций для конкретного проекта, это должна быть система налаженных отношений, которая будет на постоянной основе генерировать привлечение инвестиций, их реализацию и самое главное обеспечивать запуск последующих инвестиционных циклов. Необходимо формировать механизм, который будет ориентирован на долгосрочную перспективу, обладать способностью адаптироваться к изменениям рыночной конъюнктуры, совершенствоваться и развиваться в целях перманентной поддержки инвестиционного процесса. Механизм инвестиционного обеспечения должен обладать свойством самодостаточности, привлеченные инвестиции должны носить долговременный характер, для этого недостаточно создать стимулы для привлечения, надо сформировать стимулы для реинвестирования полученной прибыли. Для развития отраслей промышленности эти свойства механизма инвестиционного обеспечения являются обязательными, достижение целей по индустриализации экономики не может быть обеспечено краткосрочной инвестиционной активностью, инвестиционный механизм будет эффективен в условиях, стимулирующих процессы реинвестирования.

Механизм инвестиционного обеспечения, как минимум, состоит из четырех участников: государство и его структуры, в рамках которого формируется экономическое пространство; инвесторы как субъект и собственник инвестиционных ресурсов; объект инвестирования (предприятие, отрасль), состоящий из совокупности своего потенциала и рисков; и обязательным участником всегда является гражданское общество, которое является как потребителем, так и поставщиком в любом инвестиционном проекте. К потенциальным участникам, задействованным в механизме инвестиционного обеспечения можно отнести инвестиционных посредников, таких как инвестиционные и венчурные фонды, участники рынка ценных бумаг, партнеры, международные финансовые институты, другие государства. Рассмотрим многообразие участников инвестиционного механизма в таблице 4.3.1.

**Таблица 4.3.1. - Участники инвестиционного процесса и их инструменты**

<b>Участники</b>	<b>Инструменты</b>
Государство	бюджетное финансирование; государственный сектор в экономике; пенсионный и страховой фонды; нефинансовая поддержка.
Международные организации	донорская помощь; инфраструктурные инвестиционные проекты; льготные кредиты; инвестиции иностранных государств.
Банки и финансовый сектор	кредиты и займы; лизинговые и факторинговые услуги; банковский инвестиционный портфель; объединение финансового и промышленного капиталов.
Предпринимательские структуры	прибыль и фонды компании; партнеры по бизнесу; личные сбережения; нетворкинг; средства родственников и друзей; иностранные партнеры.
Частные инвесторы	физические богатые лица; меценаты; иностранные частные лица.
Инвестиционные посредники	рынок ценных бумаг; инвестиционные фонды; венчурные фонды; бизнес-инкубаторы.
Общество, население	краундфандинг; доходы и сбережения; потребительский спрос; рациональное размещение средств.

*Источник: составлено автором*

Для того чтобы обеспечить формирование и эффективное развитие механизма обязательно необходимо обеспечить исполнение интересов участвующих сторон, если одна из сторон не сможет реализовать свои интересы, то механизм не может быть жизнеспособным. Реализации этого условия предопределяется теорией экономического компромисса, основанная на поиске оптимального решения в условиях экономической системы (чаще несовершенной), которое будет удовлетворять всех участников с учетом несовпадения экономических или иных интересов сторон процесса. Данные несовпадения или противоречия интересов должны быть сглажены посредством экономического компромисса и обеспечить принятый всеми сторонами оптимальный вариант сотрудничества.

Традиционно, говоря об улучшении инвестиционного климата и исследования процессов инвестирования в экономике особое внимание уделяется

категории иностранных инвестиций. На наш взгляд, формирование эффективной инвестиционной среды и механизма обеспечения, должно охватывать больше направлений для активизации инвестиционного процесса, должны быть учтены и соблюдены стимулы для привлечения широкого круга инвесторов, для разнообразных моделей и комбинаций инвестиционного характера, для выявления масштабного триггера роста инвестиционной деятельности. Несомненно, иностранные инвестиции играют важную роль для развития экономики, однако полагание на волю и ресурсы иностранного инвестора чревато негативными последствиями для национальной экономики. Необходимо обеспечить множественность источников инвестиционного обеспечения, с обязательным акцентом на формирование внутреннего инвестиционного потенциала, новых моделей привлечения инвестиций, активизацией различных форм инвестиционного партнерства. Этими формами могут выступать как государственное финансирование, государственно-частное партнерство, создание инвестиционных фондов, формирование венчурного капитала, развитие рынка ценных бумаг и корпоративного капитала, активное вовлечение гражданского общества в инвестиционную деятельность, долевое участие финансового сектора в развитии промышленности посредством конвертируемых займов и финансово-промышленных групп.

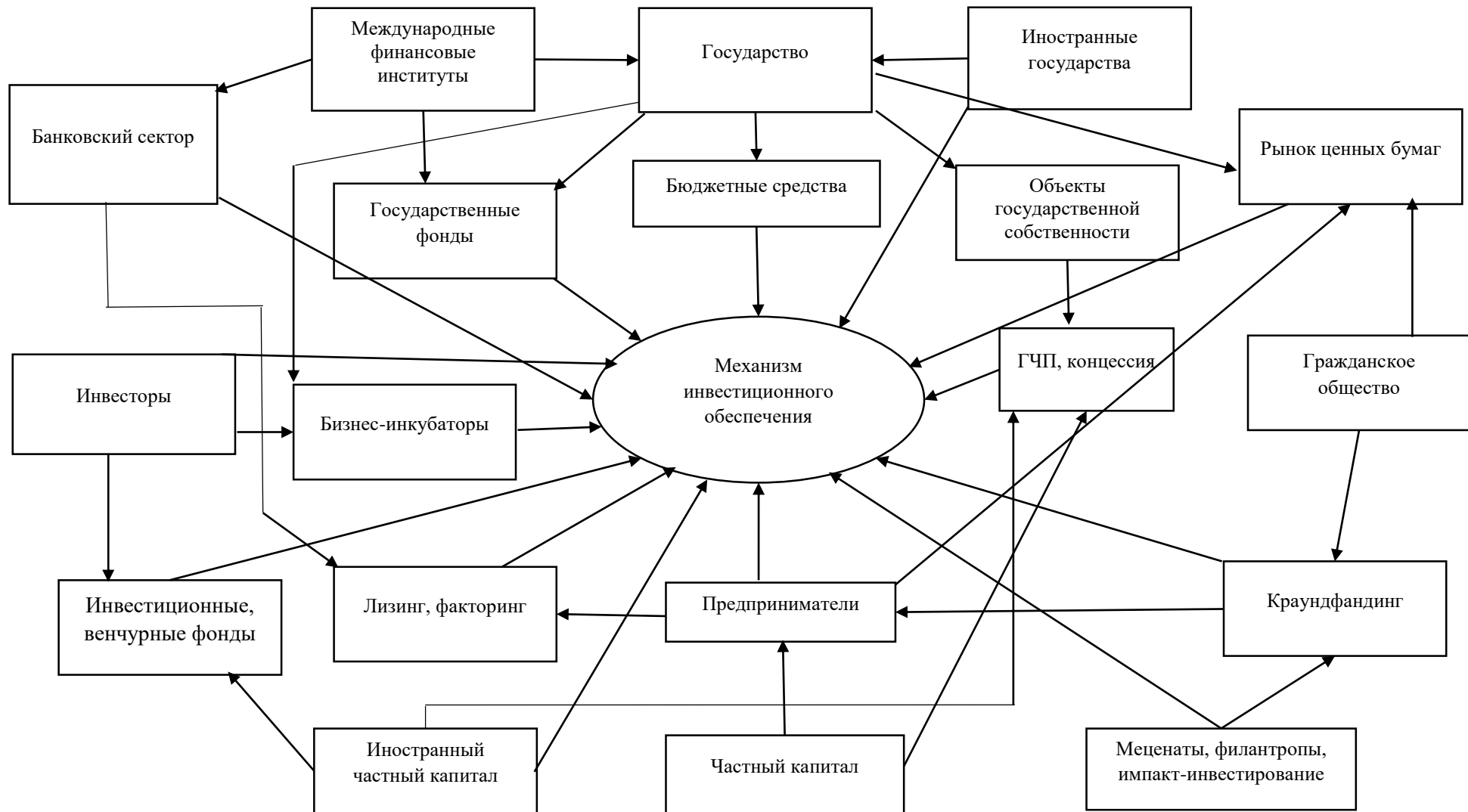
Внедрение диверсифицированного подхода в формировании механизма инвестиционного обеспечения позволит за счет многообразия источников и способов привлечения финансовых ресурсов решить главную проблему, связанную с дефицитом инвестиций. Внедрение такого плюрализма источников финансирования требует активного государственного вмешательства и поддержки, в первую очередь, связанную с обеспечением нормативно-правовой базы, регламентирующей новые формы экономических отношений.

Важное значение имеет уровень грамотности всех участников инвестиционного процесса. В настоящее время предприниматели и государство для привлечения инвестиций ориентированы на базовую модель, при которой инвестор (частный бизнес или международная финансовая организация)



предоставит средства для развития. Формирования же более сложных моделей, ориентированных на широкий круг инвесторов, предполагает приложение больших усилий, больших знаний и опыта. Это все в совокупности, не только будет способствовать возникновению альтернативных источников инвестиционного обеспечения, но и росту общего уровня финансовой грамотности и профессионализма. Современным реалиям характерно возникновением все более новых инновационных моделей и форм партнерства, интеграции капитала, реализации предпринимательской и инвестиционной деятельности. Однако, все они основаны на принципах эффективного и рационального распределения и размещения ресурсов, которая определяет успешность экономической системы. В представленной ниже модели на рисунке 4.3.1. рассмотрим различные вариации привлечения инвестиций в экономику.

На развитие многообразия моделей финансирования и привлечение инвестиций также оказывают сильное влияние мировые тенденции, связанные с глобализацией, цифровизацией, научно-технический прогресс и инновационность, развитие виртуальных сетей, экологические повестки и импакт-инвестирование. Примером возникновения нового явления в сфере инвестиционного обеспечения является краундфандинг, который представляет собой относительно новый и активно развивающийся механизм привлечения средств от множества инвесторов через специальные цифровые платформы, при этом заемщиками и инвесторами могут как физические, так и юридические лица. При этом привлекаемые средства могут быть оформлены как в виде займов, так и долей в уставном капитале и предусматривать как финансовое, так и нефинансовое вознаграждение. Основным сегментом привлечения средств за счет краундфандинга в мировой практике считается малый и средний бизнес. По данным Центрального банка России, объем рынка краундфандинга в России по итогам 2022 года составил 20,4 млрд. рублей. Этот показатель демонстрирует рост на 48% за год, при этом доля краундфандинга в общем объеме всех предоставленных займов в России составляет 64% [315].



Источник: составлено автором

**Рисунок 4.3.1. - Диверсифицированный механизм инвестиционного обеспечения в промышленности**

Такая динамика развития этого направления свидетельствует об актуальности и перспективности привлечения средств через этот механизм, который также можно использовать для диверсификации источников инвестиционного обеспечения и в нашей стране.

Еще одним альтернативным и нетрадиционным источником привлечения инвестиций можно определить институт меценатства и филантропии. В современном мире цифровые технологии позволяют организовать диалог между различными частями света, что позволяет привлечь внимание меценатов и филантропов со всего света к различным инвестиционным проектам, которые могут обеспечить решение социальных и общественных проблем. Многие богатейшие люди мира озабочены проблемами неравенства доходов и борьбы с нищетой, в связи с чем организуют фонды помощи, которые призваны решать эти проблемы. К их числу относятся всемирно известные предприниматели как Б.Гейтс, М. Цукерберг, И. Маск и др. Финансирование этим способом осуществляется за счет добровольной и безвозмездной передачи средств меценатов для реализации общественно-значимого проекта. Часто меценатство определяют, как вид благотворительности, наряду с частной и корпоративной спонсорской или донорской помощью. Успешность привлечения средств таким способом в первую очередь зависит от убедительности расчетов социальных эффектов от реализации проекта. Хотя бизнес в чистом виде не является объектом финансирования меценатов, но посредством привлечения средств в образование, можно опосредованно обеспечить развитие промышленности. Кроме того, мировое бизнес-сообщество и международные организации уже давно акцентируют внимание на формирование социально-ориентированного предпринимательства, которое широко популяризируется за счет импакт-инвестирования.

Относительно новым трендом развития мировой экономики является формирование рынка импакт-инвестирования, который предполагает привлечение инвестиций в предпринимательские структуры и проекты, ставящие своей целью наряду с получением коммерческой выгоды, достижение положительного социального и экологического результата, соответствующего Целям устойчивого

развития ООН. Промышленность как ключевой сектор экономики несет множество предпосылок для качественного социального преобразования, которое может лечь в основу его инвестиционной привлекательности.

По оценке Global Impact Investing Network, в настоящее время рынок импакт-инвестирования оценивается в \$715 млрд и показывает рост на 29% в год, сохраняя позитивный прогноз по развитию в будущем [313].

Такая динамика свидетельствует о неизбежности импакт-трансформации в экономике и, чем раньше отечественная экономика включится в эти процессы, тем больше конкурентных преимуществ приобретет, а в свете предпочтительности инновационного сценария реализации НСР-2030 этот момент приобретает обязательный характер.

Рынок ценных бумаг как механизм привлечения инвестиций в производство и финансового обеспечения экономического роста, в мировой практике получил широкое признание и применение. Рынок ценных бумаг, является неотъемлемой частью финансового сектора экономики, в котором осуществляется полный цикл инвестиционного процесса, включающий как выявление наиболее инвестиционно-привлекательных отраслей и предпринимательских структур, передачи и распределения инвестиционных ресурсов, так и оценки результативности инвестиционных операций. Развитый рынок ценных бумаг выступает инклюзивной платформой, где и государство, и гражданское общество и предпринимательские структуры получают возможности как дополнительного источника аккумулирования средств, так и эффективного распределения имеющихся финансовых ресурсов. Кроме того, именно развитие рынка ценных бумаг выступает эффективным практикумом для повышения финансовой и инвестиционной грамотности.

Развитие фондового рынка в Республике Таджикистан определяется стратегическим приоритетом формирования механизма инвестиционного обеспечения и экономического роста национальной экономики. Исходя из важности этого направления вопросы его развития, особенности и проблемы функционирования будут освещены в отдельном параграфе как направления

развития механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности.

Предпринимательские структуры как основной и наиболее активный хозяйствующий субъект в условиях рыночной экономики являются базисом для развития национальной экономики. От того насколько эффективно развивается предпринимательский сектор зависит и само развитие экономики. Именно на них возлагаются функции движущей силы. В настоящее время около 80% национального ВВП формируется посредством субъектов предпринимательской деятельности. Понимание этого подтверждается многочисленными государственными решениями и мерами поддержки предпринимательства.

Рассматривая экономическое развитие не как статичный процесс, а позитивное движение экономики, рост благосостояния и экономических показателей с течением времени, необходимо выявлять динамичные факторы этого роста. Предпринимательская деятельность в этом направлении служит основной платформой преобразования возникающих эффектов и позитивных явлений, происходящих в стране, в экономический рост. Сам по себе ни технический прогресс или богатый природный потенциал не могут обеспечить рост экономики или доходов населения, если это не сформировать в эффективно функционирующую предпринимательскую структуру.

Предпринимательские структуры в силу своей способности и направленности к получению и максимизации прибыли априори уже обладают инвестиционным потенциалом и привлекательностью. Приведенная ниже схема (рис. 4.3.2.) отражает многовариантность финансирования развития бизнеса, но тем не менее очень часто можно услышать об отсутствии финансирования для развития бизнеса как главной проблемы. На наш взгляд, отечественным бизнес структурам необходимо прорабатывать свою концепцию ведения бизнеса в сторону повышения своей организационной и финансовой грамотности, приобретать современные навыки ведения переговоров, осваивать компетенции в рамках инвестиционного маркетинга и эффективного распределения получаемой прибыли. Бизнес структуры должны быть ориентированы на саморазвитие и

самосовершенствование. Низкий уровень доверия к отечественному бизнесу, сформированный как недобросовестными принципами, так и элементарным невысоким профессионализмом, имеют такое же негативное воздействие как какие-либо объективные факторы.



*Источник: составлено автором*

#### **Рисунок 4.3.2. - Источники привлечения инвестиций в предпринимательские структуры в промышленности**

О наличии проблем вышеприведенного характера, отмечается в коллективной работе под руководством А.А. Урунова, где как одной из социально-экономических проблем развития предпринимательского сектора определяются высокие транзакционные затраты отечественные предпринимателей. Также отмечается, что рост частного предпринимательства сопровождается повышением уровня эксплуатации наемных работников работодателями в целях получения сверхприбыли [242].

Именно формирование и реализация частного предпринимательского потенциала граждан, их деловая активность и инициативность должны лежать в основе качественного построения эффективной предпринимательской среды. Нарращивание доли устойчивых предпринимательских структур, нацеленных на конструктивное и прагматичное развитие, является обязательным условием успешного и качественного решения поставленных правительством задач.

Важной проблемой в вопросе формирования эффективного механизма инвестиционного обеспечения промышленности и национальной экономики, на наш взгляд, является проблема роста теневой экономики. По разным оценкам доля теневой экономики страны варьирует в пределах от 40 до 60%. Такое значение по этому показателю представляется нам очень высоким, при котором возникают сложности как исследовательского характера, так с разработкой рекомендаций для дальнейшего развития экономики.

Государство может успешно функционировать в инвестиционном обеспечении как отмечалось выше посредством бюджетного финансирования, размещением средств пенсионного и страхового фондов, привлеченных инвестиций со стороны международных финансовых институтов и государств, привлекать дополнительные средства, которые могут быть направлены на инвестирование приоритетных отраслей за счет вырученных средств на рынке ценных бумаг, также одним из актуальных способов привлечения инвестиций на базе государственно-частного партнерства.

Банковский сектор, который играет важнейшую роль в финансовом поле так же необходимо активно вовлекать в процессы инвестиционного обеспечения развития отраслей народного хозяйства. В данном контексте речь идет именно об инвестиционной поддержке, которая предполагает не кредитование предпринимательских структур, а именно доленое участие банков в развитии предприятий. Учитывая, приоритетность развития промышленного сектора, считаем актуальным рассмотреть модель финансово-промышленного сотрудничества или групп (ФПГ).

В зависимости от роли и места финансового института в деятельности такой группы можно сформулировать три основных направления развития ФПГ. В одном направлении они могут носить четко выраженную промышленную направленность инвестиционной деятельности банка, что можно обозначить как формирование промышленного инвестиционного портфеля крупного банка. Для реализации этого направления, определяющим является функционирование рынка ценных бумаг в

стране, посредством которого банки могут осуществлять свои портфельные инвестиции.

Во-втором случае, финансово-промышленная группа может быть создана на базе крупного промышленного предприятия-конгломерата, который в целях эффективного управления и централизацией финансовых ресурсов формируют в своей структуре финансовый орган, который может быть представлен банком.

При третьем сценарии развития, предполагается наличие или создание коммерческого банка, специализирующегося на обслуживании промышленных предприятий. В ходе реализации своих кредитных функций банк может выявлять перспективные промышленные предприятия, которым будут предоставлены конвертируемые займы. Особенностью таких банков является наличие структурных подразделений, непосредственно связанных с изучением и разработкой рекомендаций для промышленных отраслей, т.е. банк одновременно выступает как кредитор, потенциальный партнер и консалтинговый контрагент.

На наш взгляд, третий сценарий наиболее предпочтителен в современных реалиях отечественной экономики, где нет реально функционирующего рынка ценных бумаг и крупного промышленного конгломерата, обладающего необходимыми ресурсами для формирования банка. Однако, если рассматривать ситуацию масштабно все сценарии развития этой финансово-промышленной формы в стране очень сложно реализовать в силу нестабильного финансового сектора, его неэффективной истории и имеющихся проблем.

Инвестиционная привлекательность и инвестиционный климат определяющие категории для формирования классического механизма инвестиционного обеспечения на базе привлечения инвесторов в экономику. В свою очередь эти понятия формируются под воздействием множества факторов, основными из которых являются следующие:

1. Экономическая стабильность. Стабильность макроэкономической среды, включая низкую инфляцию, низкую безработицу и стабильные процентные ставки, может стимулировать инвестиционную активность. Инвесторы склонны рисковать и инвестировать больше, когда экономическая среда стабильна и предсказуема.



2. Фискальная политика. Налоговые ставки, кредитные субсидии, стимулирующие меры и другие элементы фискальной политики могут оказывать влияние на решение инвесторов вкладывать свои средства. Более низкие налоговые ставки или налоговые льготы для инвестиций положительно сказываются на инвестиционном климате и могут стимулировать как внутренние, так и внешние инвестиции.

3. Политическая стабильность. Политическая стабильность и эффективность правовой системы имеют значения для создания доверия инвесторов. Инвесторы (и внутренние и иностранные) склонны инвестировать больше в странах с прочной и прозрачной политической и правовой основой.

4. Рыночные условия. Размер рынка, уровень конкуренции, развитие предпринимательства, наличие демографического или технологического роста и другие факторы могут повлиять на решение инвесторов. Например, растущий потребительский рынок и соответственно спрос на товары и услуги способствует привлечению инвестиций.

5. Технологические инновации. Развитие новых технологий и инноваций может стимулировать инвестиции в новые отрасли или проекты, основанные на современных технологических решениях. Инвесторы заинтересованы в высоких потенциалах роста прибыли, связанных с технологическими инновациями.

6. Геополитические факторы. Глобальные геополитические события и решения могут оказывать влияние на инвестиционную активность. Например, введение торговых барьеров или политическое напряжение между странами могут повлиять на принятие решений инвесторами и направления их инвестиций.

В целом, эти факторы являются классическими характеристиками, на основе которых формируются инвестиционная среда и климат экономической системы.

Для обеспечения диверсифицированного подхода к формированию механизма инвестиционного обеспечения необходимо обратить внимание к развитию рынка или сегмента институциональных инвесторов.

Под институциональными инвесторами могут подразумеваться не только различные фонды и организации, название которых уже раскрывают содержание

их деятельности (инвестиционный фонд, венчурный фонд, фонд развития промышленности и т.д.), но и различные государственные фонды – пенсионный фонд, страховой фонд. В свою очередь, во многих странах есть альтернативные государственным также пенсионные и страховые фонды, которые также могут и даже более того должны выступать в роли институциональных инвесторов.

Международные финансовые организации также являются участниками мирового рынка инвестиций. Основная направленность у них развитие социальных, инфраструктурных, экологических секторов, формирование унифицированных систем, реформирование и стандартизация законодательных и правовых норм. Эти организации выделяют средства в виде грантов, субсидий и льготных кредитов. В условиях дефицита финансовых ресурсов именно эти участники глобального инвестиционного рынка являются пионерами в экономиках развивающихся стран и их участие носит важный характер, но для обеспечения формирования эффективного механизма инвестиционного обеспечения следует активизировать деятельность, связанную с привлечением частных предпринимательских капиталов, капиталов крупных инвесторов, обеспечение развития механизмов реинвестирования, активное вовлечение внутреннего предпринимательского сектора, повышение финансовой грамотности населения, развитие многообразных механизмов для привлечения финансовых ресурсов в приоритетные отрасли.

В конечном счете, инвестиционное обеспечение зависит не от помощи доноров, а именно от развития предпринимательского потенциала, именно бизнес-структуры должны стать локомотивом качественного роста экономики.

Формированию и развитию эффективного, диверсифицированного механизма инвестиционного обеспечения в Республике Таджикистан, на наш взгляд, препятствует ряд проблем, без решения, которые невозможно его функционирование:

1. Слабая нормативно-правовая база. В стране несмотря на многолетние усилия законодательная база, регламентирующая инвестиционные процессы не нашла должного развития. Законодательные акты, которые имеются в настоящее

время не могут обеспечить правовое поля для применения многих представленных моделей и способов привлечения инвестиций. Например, не регламентирована возможность развития финансово-промышленных групп, использование конвертируемых займов, функционирование частных инвестиционных фондов, использование цифровых площадок для аккумулирования средств и т.д.

2. Невысокий уровень инвестиционной привлекательности. В силу ряда экономических проблем таких как макроэкономическая нестабильность, высокая внешняя зависимость, высокие процентные ставки, слабая конкурентная среда, слабая энергетическая и транспортная инфраструктура, неэффективный государственный сектор в экономике, недостаточное развитие финансового посредничества и современных цифровых технологий, низкий уровень инновационной активности являются основными вызовами для развития эффективного механизма инвестиционного обеспечения.

3. Слабо развитый рынок ценных бумаг. Несмотря на то, что в стране функционирует Агентство по ценным бумагам и фондовая биржа, главная функция механизма рынка ценных бумаг, как аккумулирование денежных средств и их размещение не исполняется. Развитие фондового рынка повышает степень участия компаний в процессе привлечения дополнительных средств для инвестиционных и хозяйственных нужд, путём размещения своих ценных бумаг на рынке. В случае, когда фондовый рынок развит недостаточно, возникает ситуация, при которой компаниям не хватает средств для финансирования своих нужд.

4. Недостаток квалифицированных кадров. Низкий уровень финансовой и инвестиционной грамотности как среди гражданского общества, так и среди предпринимателей и координирующих органов предопределяет также и сложную внутреннюю деловую среду и культуру. Неоднократно международными аналитиками высказывалось мнение об слабом развитии человеческого капитала в стране, как одного из основных сдерживающих факторов. Отечественные предприниматели не в состоянии самостоятельно планировать и организовывать партнерское сотрудничество ни с внутренними, ни с внешними инвесторами, разрабатывать стратегии развития, деловые предложения, анализировать и

прогнозировать рынок. В силу недостаточного опыта, многие участники инвестиционного процесса ориентированы на прибыль в краткосрочном периоде, без учета рисков в перспективе.

5. Высокий уровень теневой экономики и непрозрачность экономики. Хотя считается, что теневая экономика может оказывать как отрицательные, так и положительные эффекты, остановимся на том, что в долгосрочной перспективе негативные последствия становятся преобладающими. Теория «управляемого хаоса» в условиях слабого развития человеческого капитала будет способствовать формированию искаженной предпринимательской культуры и этики. Нередки случаи, когда предприниматели и другие участники инвестиционного процесса имеют доступ к инвестициям, реализуют их, повышают уровень своего благосостояния, но при этом полностью искажается система и методология экономических процессов, что в конечном итоге ведет к абсолютной неадекватности экономической системы.

6. Низкий уровень доходов и финансовой грамотности населения. Анализ показателей доходов и расходов населения демонстрирует устойчивое в течении последних лет превышение расходов над доходами, а как известно, макроэкономическое тождество гласит, что сбережения составляют основу инвестиций. В этих условиях становится сложным обеспечить вовлеченность широких слоев населения в инвестиционный процесс. Кроме того, структура расходов населения носит нерациональный характер, граждане не могут планировать свои расходы, а как известно эффективное распределение средств является основой экономики. Потребности всегда имеют склонность к росту в то время как ресурсы склонны к ограниченности.

7. Наличие геополитического риска. Политическая и геополитическая ситуация в регионе имеет сильное влияние на решение как внутренних, так и внешних инвесторов вкладывать свои средства. Несмотря на относительно стабильную политическую ситуацию в стране, тем не менее в международных докладах об экономическом развитии Таджикистана перманентно присутствует проблема уровня коррупции, соблюдения прав собственности и эффективности

правоприменительной системы. При этом также на протяжении многих лет присутствует геополитический риск, связанный с напряженной обстановкой в соседнем Афганистане, причем в крайние годы обстановка имеет тенденции к еще большему ухудшению. В совокупности эти факторы оказывают сильное негативное влияние на инвестиционные процессы и усложняют формирование эффективного механизма инвестиционного обеспечения.

8. Недостаточная координация и сотрудничество. Отсутствие координации между участниками инвестиционного процесса, включая государственные органы, финансовые учреждения, предпринимательские структуры, потребительский и гражданский сектор является еще одной преградой на пути формирования эффективного инвестиционного механизма.

Таким образом, можно резюмировать, что диверсификации источников инвестиционного обеспечения является важным направлением для развития национальной экономики, поскольку открывают более широкие возможности для привлечения финансирования предпринимательских инициатив, однако формирование диверсифицированного механизма инвестиционного обеспечения требует решения ряда проблем. Для достижения более эффективного инвестиционного обеспечения важно решать эти проблемы, связанные со стабильным финансированием, благоприятным инвестиционным климатом, развитием человеческого капитала, повышением правовой и институциональной стабильностью, а также укреплением сотрудничества между всеми участниками инвестиционного процесса.

## **ГЛАВА 5. КОМПЛЕКСНЫЙ МЕХАНИЗМ ИНВЕСТИЦИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПРОМЫШЛЕННОСТИ**

### **5.1. Стратегические приоритеты формирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности**

Обеспечение высоких темпов экономического роста и повышение конкурентоспособности в значительной степени зависит именно от уровня инвестиционной активности и диапазона инвестиционного обеспечения стратегических планов и программ развития национальной экономики. После объявления ускоренной индустриализации, четвертой стратегической целью национального развития в Таджикистане, вопросы развития промышленности и конкретные меры в этом направлении уже получили отражение в целом ряде стратегических документов, включая Национальную стратегию развития Республики Таджикистан до 2030 г., Программу среднесрочного развития Республики Таджикистан на 2021-2025 гг., Стратегию развития промышленности в Республике Таджикистан на период до 2030 г., Программу ускоренной индустриализации на 2020-2025 гг., Государственную программу развития экспорта в Республике Таджикистан на 2021-2025 гг. и ряда других отраслевых программ развития промышленности.

Инвестиционное обеспечение промышленности заостряет внимание на источниках и методах финансирования инвестиций, на определении сроков реализации проектов, на создании нормативно-правовой базы функционирования инвестиционного рынка и благоприятного инвестиционного климата в котором адекватное понимание мотивов и стимулов для инвесторов обеспечит активизацию инвестиционных процессов. На основе понимания и принятия мотивов инвестиционной активности, рассмотренных в таблице 5.1.1., должны быть сформулированы меры по улучшению инвестиционной среды, отвечающие актуальным требованиям и закономерностям инвестиционного рынка.

**Таблица 5.1.1. - Мотивы инвестиционной активности**

Мотивы инвестиционной активности	Направления улучшения инвестиционного климата
Наличие ресурсного потенциала: связано с поиском более перспективных рынков сырья, материалов, энергии, трудовых ресурсов	Оценка природного потенциала в целях определения возможностей для привлечения инвестиций; Формирование промышленной карты, каталога инвестиционных проектов и возможностей; Формирования конкурентоспособного предложения на рынке ресурсов.
Перспективы рыночного роста: связано с ожиданием роста доходов от расширения сбыта и операций	Оценка объемов рынка как потенциала для роста потребления; Преобразование демографических угроз в возможности; Рост доходов населения для повышения потребительского спроса; Адаптация налоговой политики для стимулирования производственной мощности.
Конкурентные преимущества по затратам: связано со стремлением к сокращению издержек производства в зависимости от локации и применения инновационных решений	Оценка и калькуляция себестоимости для поиска резервов по снижению затрат производителей; Сравнительные таблицы для расчета затрат, прозрачность и минимизация транзакционных издержек; Развитие образования и науки, поддержки инновационных инициатив; Внедрение специальных режимов для высокотехнологичных производств.
Экологические преимущества: связано с перспективами зеленой экономики	Оценка потенциала для развития зеленой экономики; Акцентирование на возможностях зеленой энергетики; Развитие возможностей производства экологически чистой продукции.
Инфраструктурные преимущества: связано с субобслуживанием потребностей инвесторов	Формирование институциональной структуры поддержки инвестиционных предложений; Создание СЭЗ, промышленных зон, бизнес инкубаторов, кластеров, фондов поддержки; Развитие транспортной, логистической, энергетической, инфраструктуры и цифровых технологий.
Геополитические преимущества: связано с акцентированием на геополитических эффектах развития	Формирование культурных и психоэмоциональных стимулов для развития национальной экономики; Проведение промоушен кампаний, культурных мероприятий, пропаганды общности ценностей; Формирование общих геополитических и стратегических интересов для иностранных инвесторов.
Потенциал для долгосрочного развития: связано с минимизацией репутационных рисков и формирование устойчивой среды	Стабилизация общего экономического состояния, правового поля, налогового, таможенного законодательства; Внедрение регрессивных налоговых ставок, цифровых площадок для поиска партнеров, интерактивное сотрудничество, импакт инвестирования

*Источник: составлено автором*

Комплексный механизм инвестиционного обеспечения промышленности, отвечающий актуальным целям и задачам национальной экономики требует применения и системного внедрения мер и инструментов государственного регулирования, которые условно можно сгруппировать по трем основным направлениям: инструменты институционально-правового регулирования; инструменты организационного обеспечения; инструменты экономического стимулирования, содержание которых раскрыто в представленном ниже рисунке 5.1.1.

Активная государственная политика посредством этих инструментов будет способствовать развитию и инвестиционному обеспечению промышленности с учетом внедрения высокотехнологичного цифрового потенциала, обеспечит интеграцию инновационного и промышленного развития, укрепит взаимосвязь науки, образовательной сферы и промышленного производства, что позволит на этом базисе начать развитие национальной инновационной экосистемы в республике

Процессы индустриализации, развития высокотехнологичных отраслей и модернизации экономики, непременно связаны со значительной поддержкой со стороны государства. Многие аспекты, связанные с активизацией инвестиционной деятельности, нуждаются в широкомасштабной поддержке со стороны правительства, обеспечивающего комплекс мер, направленных на формирование благоприятного предпринимательского и инвестиционного климата. На базе эффективной политики государства, в результате которой создаются условия для активизации предпринимательских инициатив, их вовлеченности в долгосрочные инвестиционные проекты, увеличение числа и масштабов частных компаний будет заложен базис для формирования эффективного механизма инвестиционного обеспечения, обладающий способностью к воспроизводству и генерированию новых финансовых и инвестиционных ресурсов.





Источник: разработано автором

**Рисунок 5.1.1. - Инструменты формирования инвестиционного механизма в промышленности**

Формирование эффективного механизма инвестиционного обеспечения промышленности предполагает наличие организационно-институциональной структуры, на базе которой он будет функционировать. Сущность этой организационно-институциональной структуры или системы состоит в аккумулировании финансовых ресурсов, отборе приоритетных промышленных проектов для дальнейшего финансирования, направления, размещения инвестиционных ресурсов и осуществлении контроля за своевременностью и полнотой возврата вложенных капиталов. Финансирование проектов, направленных на развитие промышленности, и особенно инновационных и высокотехнологичных производств, которые имеют общеэкономическое и стратегическое значение и выводят производственные мощности промышленного комплекса страны на новый технико-технологический уровень, имеют длительный срок окупаемости, что требует серьезного контроля на протяжении всего периода реализации. При этом неотъемлемыми элементами организационно-институциональной системы функционирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности являются как инструменты контроля и регулирования, так и рычаги стимулирования и поощрения.

Организационно-институциональная система как форма государственного регулирования инвестиционных процессов в промышленности является совокупностью действий, мер государственного регулирования с применением инструментов институционального, нормативно-правового регулирования, организационного обеспечения, стимулирования развития промышленного финансирования, комплексное и системное применение которых позволит не только направить инвестиционные ресурсы в промышленный сектор, но и обеспечит формирование механизма инвестиционного обеспечения инноваций для развития индустрии страны. При этом стоит учитывать, что реализация и функционирование систем и мер подвергается как внешним, так и внутренним рискам. Внешние риски, связанные с глобальными и макроэкономическими рисками – кризисные явления в экономике, инфляция, валютные риски; риски

изменения законодательства; политические, природно-технологические риски. Внутренние риски, связаны с планированием и реализацией самого инвестиционного проекта и влиянием на его реализацию факторов рыночной конкурентной среды, инвесторов, маркетинговых, технологических, экологических рисков, а также рисков, связанных с непосредственными действиями всех участников.

Исходной позицией формирования любого механизма является регламентация его правовой и институциональной базы функционирования, которая является непосредственным результатом принятия решений и законов на государственном уровне. Именно государство определяет параметры и характеристики инвестиционной и предпринимательской среды, которая будет служить сферой приложения усилий всех прочих участников (табл. 5.1.2.).

**Таблица 5.1.2. - Роль государства в формировании механизма инвестиционного обеспечения промышленности**

Концепция государственного участия в формировании механизма инвестиционного обеспечения развития промышленности		
Направления реализации	Законодательство и нормативно-правовой базис	Институциональный базис
Создание благоприятного инвестиционного климата и повышение доверия к государственным структурам	Формирование стабильной и прозрачной бизнес-среды: простые и понятные процедуры регистрации, лицензирования, оформления прав собственности, снижение бюрократических преград и перманентное улучшение правовой среды	Конкретизация институтов разработки и реализации мер и ведение синхронного мониторинга оценки эффективности результатов принимаемых решений
Разработка привлекательных стимулов для инвестиций	Разработка и принятие отраслевых программ развития, правовое комплексное обеспечение налоговых, таможенных, амортизационных льгот, развитие инвестиционных процессов на рынке ценных бумаг, разработки стандартов и регламентации производства	Конкретизация государственных структур для реализации мониторинга принимаемых нормативных актов в целях выявления несоответствий и противоречий в принимаемых решениях
Развитие инклюзивной инфраструктуры	Принятие законов и постановлений о создании и регламентации	Формирование институтов транспортной, энергетической, логистической водоснабжения, коммуникационной

	деятельности соответствующих структур	инфраструктуры (узлы, СЭЗ, сети, кластеры, бизнес-инкубаторы, цифровые площадки, фонды и т.д.)
Развитие человеческого капитала	Принятие программ поддержки образования, науки, профессиональной подготовки, партнерства с ВУЗами, инновационных стратегий, финансовой и инвестиционной грамотности на всех уровнях	Создание инновационных центров, лабораторий, образовательных и промоушен компаний, бюро, НИОКР, консалтинговых, международных экспертных центров
Активизация привлечения иностранных инвестиций	Принятие инвестиционного законодательства, стратегии привлечения иностранных инвестиций, специального правового режима поддержки и сотрудничества с иностранными инвесторами	Проведение форумов и создание цифровых и физических площадок для коммуникации и обмена опытом, институтов изучения зарубежных стран и глобальных интеграционных связей
Создание и развитие актуального информационного пространства	Совершенствования нормативно-правового регулирования статистического отчетности и информационного освещения деятельности участников	Создание оперативных банков данных по действующим и потенциальным инвестиционным проектам, освещение передового опыта, просветительских и разъяснительных структур в уполномоченных государственных институтах
Разработка и реализация стратегических планов развития промышленности	Формирование правового базиса инвестиционно-промышленной политики государства посредством оценки потребностей и возможностей развития промышленности, разработка и регулярное обновление планов и программ развития промышленности	Конкретизация уполномоченных государственных структур, активное вовлечение предпринимательских структур, академического сообщества и других заинтересованных участников в обсуждении и разработке рекомендаций для совершенствования инвестиционно-промышленной политики

*Источник: разработано автором*

Важной частью формирования механизма инвестиционного обеспечения промышленности является вовлечение всех источников финансирования инвестиционной деятельности, которые могут участвовать в формировании инвестиционного капитала. Эти источники включают в себя: государственные финансы, привлеченные средства и собственные средства хозяйствующих

субъектов. Эффективное функционирование механизма, как самодостаточной системы обладающей воспроизводственной функцией возможно при обязательном соблюдении принципа экономической эффективности и мотивации. Это означает, что независимо от того какие средства (государственные, собственные, привлеченные) направляются на финансирование инвестиционной деятельности, они должны окупаться с приростом, т.е. приносить прибыль. Этот принцип является как самой сутью экономической природы инвестиций, так и потенциалом для дальнейшего развития. Причем, сам процесс распределения и размещения аккумулированных инвестиционных ресурсов может иметь различную специфику. Бюджетные средства в условиях рыночной экономики чаще всего ориентированы на социально-значимые, инфраструктурные и приоритетные направления развития экономики страны, а привлеченные средства, базирующиеся на иностранных инвестициях и активизации предпринимательской инициативы чаще всего, направляются в те сегменты рынка, которые обладают высокой инвестиционной привлекательностью. В этом контексте очень важно, чтобы государство сформировало оптимально сбалансированную политику для направления инвестиционных потоков в приоритетные отрасли.

Законодательные и институциональные меры должны быть сконцентрированы на регламентационных, поддерживающих и консультирующих функциях инвестиционно-промышленной политики, а экономические инструменты должны быть предназначены для формирования как раз экономических стимулов и повышения инвестиционной привлекательности приоритетных отраслей.

В целом, формирование механизма инвестиционного обеспечения промышленности, представленного на рисунке 5.1.2., является важным аспектом для развития национальной экономики и парадигмы промышленного роста, который позволит улучшить условия и стимулы для инвесторов и способствовать рациональному использованию инвестиций в промышленном секторе.



Источник: разработано автором

**Рисунок 5.1.2. - Механизм инвестиционного обеспечения развития промышленности**

Государственное регулирование в целях формирования механизма инвестиционного обеспечения промышленности должно особое внимание уделить созданию условий, необходимых для развития промышленных инвестиций, формированию нормативно-правового поля для защиты интересов всех участников инвестиционных процессов в промышленности и что особенно важно создать условия для воспроизводства инвестиций. В этой связи следует обратить внимание на разработку стратегий развития и управления по источникам финансирования инвестиций.

В целях эффективного управления государственными финансами в Республике Таджикистан издан указ Президента Таджикистана от 31 января 2020 года, № 1446 «Об утверждении Стратегии управления государственными финансами Республики Таджикистан на период до 2030 года».

В этом документе указывается, что стратегия полностью согласуется с Национальной стратегией развития Республики Таджикистан на период до 2030 года и Правительство Республики Таджикистан придаёт первостепенное значение реформам в управлении государственными финансами с целью достижения стратегических национальных целей, в том числе индустриализации экономики страны. Для этого в указанной стратегии особое внимание уделяется:

- ❖ повышению фискальной дисциплины;
- ❖ улучшению эффективности распределения финансовых ресурсов;
- ❖ контролю за использованием финансовых ресурсов и целевым расходованием государственных денежных средств;
- ❖ стратегическому планированию финансовых ресурсов для определенных приоритетов;
- ❖ повышению операционной эффективности;
- ❖ обеспечению прозрачности и подотчётности государственных денежных средств.

Результатами, принятыми и реализуемыми Стратегией мер в итоге должны стать: макроэкономическая стабильность, эффективное распределение ресурсов, предоставление государственных услуг, укрепление государственности. В

долгосрочной перспективе реформы управления государственными финансами позволят создать в Республике Таджикистан благоприятные условия для эффективного управления государственными финансами, которое является базовым условием для повышения уровня и качества жизни населения, устойчивого экономического роста, модернизации экономики и социальной сферы, достижения других стратегических целей социально-экономического развития страны. Управление государственными финансами представляет собой систему взаимодействия министерств, ведомств и других государственных учреждений для эффективного использования государственных средств. На наш взгляд, для повышения эффективности результатов стратегии необходимо уделить внимание конкретизации планов по размещению бюджетных средств путем активизации финансового участия Правительства в развитии промышленного сектора, например, посредством государственно-частного партнерства.

Так, по мнению Рахимова Ш.М. «государственная инвестиционная политика должна включать: ограничение безвозвратного бюджетного финансирования и переход к кредитованию на возвратной и платной основе; распределение государственных инвестиций на условиях конкурентности; переход к экономическим методам активного государственного регулирования инвестиционного рынка за счет стимулирования налогообложения, льготных кредитов, выпуска ценных бумаг под целевую реализацию проекта; осуществление целевых инвестиционных программ в сочетании с селективной государственной поддержкой и долевым участием; децентрализация инвестиций и стимулирование долгосрочных инвестиций со стороны негосударственного сектора и др.» [293]. Такая трактовка принципов государственного участия в активизации инвестиционного обеспечения, на наш взгляд, является наиболее оптимальной как в условиях функционирования рыночной модели развития, так и для формирования здоровой конкурентной предпринимательской среды в долгосрочной перспективе, где государство выступает не безвозмездным «донором», а заинтересованным участником рынка и механизм государственно-частного партнерства может выступить «компромиссом».



Разработка стратегических приоритетов формирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности, представленных на рисунке 5.1.3., опять же базируется на институционально-правовой регламентации, которая, в первую очередь, предполагает государственное участие и поддержку. Успешная реализация государством своей роли в этом отношении обеспечит предпосылки и условия для дальнейшего развития инвестиционных процессов, повышению конкурентоспособности промышленности и устойчивого экономического роста и благосостояния населения.

Стратегические приоритеты формирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности	
Инвестиционно-промышленная политика: нормативно-правовой, институциональный и экономический базис	
Предпринимательская активность: главный рыночный и хозяйственный субъект	
Государственно-частное партнерство: обеспечивает гарантии и налаживает диалог между государством и предпринимателями	
Рынок ценных бумаг: фундаментальная часть рынка капиталов и индикатор инвестиционного развития	
Диверсификация финансирования механизма инвестиционного обеспечения: расширяет возможности привлечения инвестиций и снижает риски	
Инвестиционный маркетинг: координирует инвестиционную деятельность с рыночным механизмом снижает репутационные риски	
Реинвестирование прибыли в промышленности: обеспечивает цикличность и воспроизводственную функцию механизма инвестиционного обеспечения	

*Источник: разработано автором*

**Рисунок 5.1.3. - Стратегические приоритеты формирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности**

Приведенные на рисунке 5.1.3. стратегические приоритеты, являясь базисными составляющими предлагаемого механизма, были исследованы в предыдущих и последующих параграфах данного исследования. В настоящем

параграфе нами ниже исследуется роль и значение предпринимательских структур, как основного рыночного субъекта, с учетом этого определены конкретные мероприятия по активизации как предпринимательской, так и инвестиционной деятельности.

В этом контексте первостепенное значение для реализации приоритетов формирование механизма инвестиционного обеспечения промышленности, диверсификации возможностей ее финансирования и развития, приобретает необходимость становления адекватного предпринимательского класса, способного самостоятельно развиваться и преодолевать, возникающие барьеры. В то же время, нынешняя экономическая ситуация и уровень развития предпринимательского потенциала не способны, в должной мере, стимулировать экономический рост и достижение поставленных целей.

Следует отметить, что инвестиции сами по себе не могут решать задачи по обеспечению качественного экономического роста. Инвестиции следует рассматривать как ресурс, который только при его эффективном распределении и применении способен вызвать долгосрочные положительные изменения в экономике. Принятие решений по поводу этого, опять же переходят в компетенцию предпринимателей и соответственно, от уровня их профессионализма и будет зависеть устойчивость и качество экономического роста.

Поэтому разработка и реализация государственной политики по поддержке и улучшению инвестиционного климата и увеличению притока инвестиций должна охватывать и последующие процессы распределения и даже контроля привлеченных ресурсов и реинвестирования. В первую очередь, в условиях свободы предпринимательства, это должно предполагать формирования компетентного предпринимательского сословия, которое само будет заинтересовано в реинвестировании, а не в потреблении полученной прибыли. В предпринимательской среде должны сформироваться культура инвестиций и дух предпринимательства, основанный на умении долгосрочного планирования и объективного распределения ресурсов предприятия.

В условиях оптимизации инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности аспекты эффективного распределения денежных средств и реинвестирования приобретают особую значимость, так как развитие промышленности в современных условиях развитой конкуренции требует непрерывного самосовершенствования и развития. Технический прогресс и инновационное развитие, курс на которое задан во всех странах будет требовать внедрения перманентных процессов по расширению опытно-исследовательских работ и освоение проектов по созданию новых предприятий, что требует дополнительных инвестиций и ресурсов. Естественно, что в таком разрезе, очень важно чтобы формирование механизма инвестиционного обеспечения промышленности охватывало процессы развития и стимулирования грамотного, прагматичного, предпринимательского потенциала, способного самостоятельно генерировать как эффективные решения для развития, так и дополнительные средства, и ресурсы, а также направления повышения финансовой грамотности всех участников.

Эффективность мероприятий по привлечению инвестиций и активизации инвестиционных процессов в промышленности, в первую очередь, будет зависеть от качества предпринимательской среды и потенциала. Соответственно, формирование и реализация механизма инвестиционного обеспечения развития промышленности должно сопровождаться политикой по укреплению предпринимательских стимулов в национальной экономике. Государственные органы в первую очередь должны обеспечить гарантии и преференции для повсеместного развития предпринимательской деятельности, сформировать механизмы и условия для развития бизнеса, обеспечить консультативную, информационную, научно-техническую и социально-экономическую платформу для развития предпринимательских структур.

Международный опыт показывает, что высокие темпы экономического роста в развитых странах были достигнуты благодаря эффективной и грамотной государственной социально-экономической политики, направленной на поддержку наиболее активной инициативной части общества - предпринимателей. При этом

необходимо обеспечить условия не только для первичной предпринимательской инициативы, но и способствовать перерождению малого и среднего предпринимательства в более крупные предпринимательские структуры. Именно предпосылки для формирования и успешного развития крупного предпринимательства могут способствовать качественному решению задач по развитию и инвестиционному обеспечению таких ресурсоемких отраслей как промышленность.

Определяя ключевую роль предпринимательского класса в развитии как экономики в целом, так и ее приоритетных отраслей разработку мероприятий по активизации предпринимательской и инвестиционной деятельности необходимо осуществляться по следующим основным блокам:

**Первый блок:** Популяризация предпринимательской деятельности как формы экономической активности предполагает создание благоприятной предпринимательской среды на основе активной институциональной поддержки предпринимательства. С учетом промышленной ориентированности развития предпринимательства в данном направлении особое внимание следует уделять таким аспектам как:

✓ Совершенствование системы консалтингового обслуживания предпринимательских структур предполагает создание активной информационной платформы, где предприниматели могут получить доступ к информации по государственным программам, налоговое и финансовое консультирование, поддержка и защита своих прав, современным методикам ведения отчетности и внутреннего аудита, бизнес планирования и маркетинговой деятельности.

✓ Активизация диалога между государственными органами и предпринимательскими структурами включает в себя разработку реально действующих каналов прямой связи, посредством которых предприниматели могут открыто обсуждать и искать решения насущных проблем, с которыми сталкивается бизнес на практике.

✓ Улучшение образовательного процесса в стране как в сфере предпринимательства, так и в сфере естественных и инженерно-технических наук.

На сегодняшний день одной из острейших проблем развития промышленного предпринимательства является нехватка технологических кадров - инженеров, технологов, физиков, конструкторов, химиков и т.д.

✓ Минимизация административных барьеров и активное содействие субъектам бизнеса в вопросах выделения земельных участков для размещения промышленных предприятий, а также применение практики адресной поддержки в зависимости от уровня развитости инфраструктуры выделенных земель.

✓ Повышение общей финансовой грамотности населения как направление для закладки основ рационального экономического поведения населения в долгосрочной перспективе, формирования предпринимательской и инвестиционной культуры, а также вовлечения сбережений населения в реальный экономический оборот.

✓ Искоренение коррупции и деструктивной конкуренции является обязательным условием для эффективной реализации как вышеперечисленных, так и любых других государственных программ развития. Наличие негативных явлений коррупционного характера является преградой, как для реализации планов развития, так и ставит под сомнение объективность результатов по итогам осуществления этих планов.

**Второй блок:** Диверсификация источников инвестиционного обеспечения и финансирования предпринимательской деятельности предполагает разработку комплексного механизма для расширения возможностей по привлечению капитала в экономику и особенно в промышленность. В международной практике облегчение доступа к финансовым средствам является одним из широко применяемых инструментов для поддержки и стимулирования экономической активности в стране и в данном контексте предлагаются следующие варианты:

✓ Сбалансированная монетарная политика Национального банка страны для создания условий активизации предпринимательской деятельности на основе оптимизации ключевой процентной ставки. Регулирование ключевой процентной ставки задает темпы кредитных ставок для коммерческих банков, которые в свою очередь выступают основными кредитными партнерами предпринимательских

структур, кроме того для поддержки промышленного сектора должны быть пересмотрены вопросы залоговых правоотношений в пользу поддержки предпринимателей.

✓ Создание Фонда поддержки промышленности как специализированного финансового института, предоставляющего промышленности льготные кредиты для софинансирования проектов, направленных на разработку новой высокотехнологичной продукции, техническое перевооружение и создание конкурентоспособных производств на базе наилучших доступных технологий. Деятельность Фонда должна иметь четкую инновационную направленность в вопросах финансовой поддержки промышленности.

✓ Государственно-частное партнерство, основанное на активном участии государственных капиталов в реализации крупных инвестиционных проектов, имеющих стратегическое назначение посредством создания открытых акционерных обществ. В сложившихся условиях крупные промышленные проекты не всегда могут иметь инвестиционную привлекательность, несмотря на потенциальные перспективы, и в данном случае именно государство на основе предпринимательского партнерства может обеспечить гарантии для их реализации.

✓ Развитие рынка ценных бумаг как широко распространенный инструмент аккумуляции денежных средств и сбережений населения, а также их рационального размещения должен, наконец, найти свою реализацию и стать индикатором развития финансового рынка. Государственная практика размещения акций Рогунской ГЭС может быть прототипом для старта развития данного направления.

✓ Повышение инвестиционной привлекательности и формирование экономических стимулов для внутренних и внешних инвесторов. В первую очередь это предполагает создание налоговых «гаваней» для промышленного предпринимательства не только с участием иностранного капитала, но и для внутренних отечественных инвестиций. В данном отношении следует также внедрять практику регрессирующей ставки налогообложения в условиях реинвестирования на промышленных предприятиях.

**Третий блок:** Законодательное закрепление приоритета и признание особого статуса промышленного сектора на основе разработки специфических содействующих режимов развития. Для обеспечения динамичного роста показателей развития промышленности и их ярко выраженного приоритетного позиционирования следует широко использовать инструменты поддержки по следующим направлениям:

✓ Оказание административного содействия промышленным субъектам предполагает оперативное реагирование государственных структур в процессе обращения предпринимателей в соответствующие ведомства. Возникающие в ходе реализации хозяйственной деятельности проблемы должны решаться в максимально короткие сроки и с минимальными бюрократическими проволочками.

✓ Облегчение таможенного бремени для промышленных предприятий касательно как ввоза нового оборудования, так и сырья для дальнейшей переработки. В условиях ограниченной сырьевой базы, предпринимательские структуры должны иметь дополнительные стимулы для организации промышленных производств на привозном сырье.

✓ Внедрение широкого спектра налоговых преференций в виде налоговых каникул и льгот. Организация промышленного производства особенно на старте характеризуется высокой ресурсоемкостью, что негативно влияет, как на желание заниматься производством, так и на конечную цену производимой продукции, следовательно, снижение налогового бремени может служить, как стимулом начать дело, так и дать возможное конкурентное преимущество в цене.

✓ Создание Государственной комиссии по содействию развитию промышленности, в компетенцию которой входит сбор и анализ данных о деятельности промышленных предприятий в целях разработки рекомендаций по оптимизации хозяйственных процессов, разработки промышленно-сырьевой карты регионов, информационное сопровождение инвестиционных форумов, исследование полного логистического цикла промышленной продукции от источников сырья до конечного потребителя. Важным моментом стоит выделить,

что деятельность Комиссии должна иметь именно содействующий характер, а не проверяющий или контролирующий.

✓ Адаптация импортозамещающей политики с учетом интересов отечественных производителей посредством предоставления квот для них в сети оптово-розничной торговли. Нередко внутренние производители сталкиваются с проблемами сбыта и размещения своей продукции в торговых сетях страны. Кроме того, наблюдаются противоречия в технологических требованиях для внутреннего производства и импортируемой продукции. Например, для производителей в пищевой промышленности действует запрет на использование пальмового масла, в то время как нет никаких ограничений для ввоза продукции с содержанием пальмового масла (пальмовое масло является дешевым аналогом других видов масел).

В целом, можно заключить, что стратегические приоритеты развития механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности нацелены на формирование условий для достижения целей по ускоренной индустриализации страны и должны охватывать мероприятия по стимулированию предпринимательской активности, облегчению доступа к инвестициям и финансовым ресурсам, а также предоставлению отраслям промышленности широкого спектра организационных и экономических льгот.

## **5.2. Инвестиционный маркетинг как условие активизации инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности**

Активизация инвестиционных процессов для обеспечения предпринимательской деятельности предполагает развитие маркетинга, являющегося важнейшей составляющей в обеспечении конкурентных преимуществ предпринимательских организаций в условиях рыночной экономики как сложной и динамичной экономической системы. Маркетинг в силу своего лингвистического происхождения охватывает широкий круг проблем, связанных с рыночным развитием, которое условно можно свести к формированию



эффективной системы совершенствования организации и управления деятельностью хозяйствующего субъекта. Маркетинг способствует рациональному взаимодействию предприятия и рыночного механизма, позволяя оптимизировать взаимный интерес участников рынка, стимулировать спрос, оценить нужды и потребности рыночной конъюнктуры, выявить точки роста и соприкосновения, вызвать интерес к деятельности предпринимателя, что в конечном итоге может лечь в основу как непосредственного привлечения инвестиций, так и опосредованному росту инвестиционных возможностей за счет роста объемов продаж и прибыли предпринимателя.

Более того, маркетинг посредством взаимовыгодной коллаборации способствует снижению стихийности и непредсказуемости рыночного механизма, что позволит сформировать систему эффективного управления, прогнозирования, планирования, инновационного стимулирования, антикризисного лавирования и динамичного развития предпринимательских структур.

Инвестиции будучи важной частью финансового рынка во взаимодействии с маркетинговыми инструментами, представляют собой отдельное направление в финансовом маркетинге, который в современных условиях получил название «инвестиционный маркетинг» или «маркетинг инвестиций». В научной среде нередко можно встретить мнение о том, что классический маркетинг априори несет в себе инвестиционную составляющую. Президент Российской ассоциации маркетинга А.А. Браверманн делает следующий акцент при определении понятия маркетинга: «На макроуровне маркетинг выступает в роли инструмента формирования рыночной среды. На микроуровне маркетинг выступает как инструмент встраивания предприятий в формируемую рыночную среду, что особенно важно, является средством, обеспечивающим привлечение инвестиций» [309].

В свою очередь, говоря об инвестиционном маркетинге как отдельном направлении в финансовом маркетинге, необходимо осознавать, что это инновационная для Таджикистана категория, возникновение и развитие которой будет свидетельствовать о динамичных изменениях в экономике, которые положат

начало построению активной рыночной модели экономики взамен функционирующего на данный момент инертного типа. Использование инвестиционного маркетинга в условиях рыночной экономики является объективной необходимостью.

Однако, исследование тематики инвестиционного маркетинга в контексте формирования и совершенствования инвестиционной привлекательности в отечественной научной среде пока остаются малоисследованными. Инвестиционный маркетинг будучи важным аспектом в финансовой индустрии, который помогает бизнесу не только привлекать инвестиции, но и управлять своими инвестиционными портфелями и включает в себя широкий спектр действий, подразумевающих: исследование рынка, управление имиджем компании, создание инвестиционных стратегий, рациональное использование имеющегося потенциала, преобразование вызовов в возможности, внедрение современных достижений науки, техники, цифровых технологий и многих других креативных функций.

Значения маркетинга для инвестиционного обеспечения раскрывается в его функциональных возможностях, которые включают:

1. Привлечение новых инвесторов: Маркетинг обладает возможность привлекать новых инвесторов в бизнес через рекламу, рекламные кампании, мероприятия и другие маркетинговые активности.

2. Убеждение инвесторов: Маркетинг посредством анализа рыночной информации способствует обоснованию предложения для потенциальных инвесторов в том, что их инвестиции будут прибыльными и безопасными.

3. Управление репутацией: Маркетинг помогает предпринимательским компаниям управлять своей репутацией и создавать образ надежного и устойчивого партнера для инвесторов.

4. Продвижение инвестиционных возможностей: Маркетинг содействует компаниям в продвижении своих инвестиционных возможностей через различные каналы связи, такие как интернет, социальные сети, печатные СМИ и т.д.

5. Поддержание отношений с инвесторами: Маркетинг укрепляет и поддерживает отношения компании с существующими инвесторами через информационные бюллетени, обновления и другие коммуникационные активности.

Таким образом, маркетинг играет важную роль в обеспечении инвестиций, помогая компаниям привлекать и убеждать инвесторов, продвигать свои инвестиционные возможности и поддерживать доверительные отношения с ними.

Одной из главных задач инвестиционного маркетинга является изучение и владение предпринимательскими субъектами максимально полной и достоверной информации о динамике, структуре и перспективах спроса на рынке инвестиций, которая позволит принять эффективные решения. Стратегической целью инвестиционного маркетинга является получение максимальной прибыли, а также выявление и раскрытие резервов ее роста. В конечном итоге каждое действие, осуществляемое в связи с изучением рынка инвестиций и его участников, является не самоцелью, а несет в себе стремление поиска дополнительных способов положительного воздействия на объемы получаемой прибыли.

С учетом этого можно определить, что инвестиционный маркетинг – это стратегическая дисциплина, которая объединяет маркетинговые и инвестиционные концепции для привлечения инвесторов, позиционирования и продвижения инвестиционных продуктов и услуг на рынке посредством установления доверия и убеждения в выгодности и перспективах выбранных инвестиций. Этот процесс включает в себя разработку и реализацию маркетинговых стратегий, а также взаимодействие с целевой аудиторией через различные коммуникационные каналы.

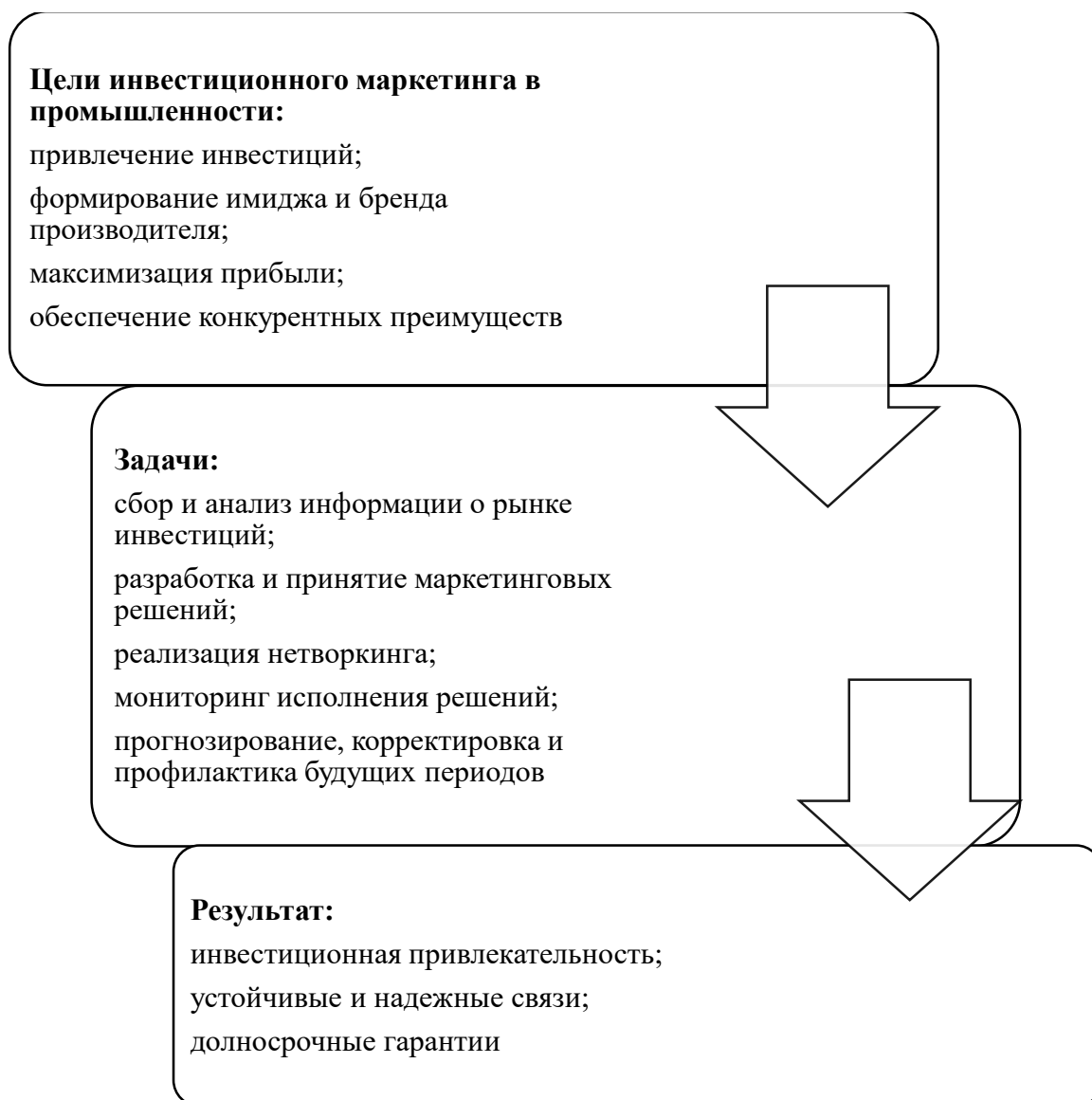
Рассмотрим подробнее взаимодействие инвестиционной и маркетинговой деятельности. «Результатом инвестиционной деятельности является привлечение инвестиций в конкретный объект, как обладающий потенциалом для роста, так и имеющим определенные риски. Именно наличие рисков требует применение маркетинговых инструментов для привлечения инвестиций в объект, которые

призваны для акцентирования перед инвесторами «ключевых инвестиционных факторов»:

- преимуществ перед инвестированием в другие сектора или проекты;
- высокой доходности и управляемости рисков;
- получением рыночных преимуществ от реализации и потенциального успешного выхода.

Позиционирование, как один из важнейших маркетинговых инструментов, целью которого является создание привлекательного образа продукта, товара или услуги, повышающего его конкурентоспособность через выделение ключевых характеристик продукта. Оценив параметры конкурентоспособности, можно определить, к какой из категорий относится продукт инвестирования» [210].

Ключевой аспект маркетинговой деятельности в области привлечения инвестиций - целенаправленное формирование, позитивное развитие и продвижение имиджа конкретного объекта. В промышленном секторе, где инвестиции имеют долгосрочный характер, особое значение приобретает именно формирование и налаживание устойчивых и надежных связей с партнерами и инвесторами. Это обуславливает значимость идентификации инвестиционного маркетинга как стратегического приоритета механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур и их инвестиционной привлекательности (рис. 5.2.1.). Инвестиционный маркетинг посредством грамотного применения инструментов менеджмента и маркетинга способствует раскрытию финансового и инвестиционного потенциала предпринимательских структур в промышленности.



*Источник: составлено автором*

**Рисунок 5.2.1. - Структура инвестиционного маркетинга в промышленности**

Маркетинг инвестиций в рамках деятельности предпринимательских структур включает два основных направления реализации. В первом случае, инвестиционный маркетинг направлен на поиск внешних инвестиционных источников для расширения деятельности предприятия. Эта стратегия будет основана на изучении инвестиционного рынка и включает оценку спроса и предложения на инвестиционном рынке, сегментацию инвестиционного рынка, разработку политики продвижения на инвестиционном рынке, а также выбор мероприятий для стимулирования интереса инвесторов, т.е. предпринимательские

структуры должны проводить целенаправленную политику поиска и привлечения дополнительных финансовых ресурсов для своего развития.

Второе направление реализации маркетинга инвестиций предполагает разработку и совершенствование маркетинговой стратегии хозяйствующего субъекта с целью увеличения прибыли предприятия для обеспечения дополнительных инвестиционных возможностей для роста компании. В отличие от первой стратегии, предприниматель принимает решение самостоятельного расширения за счет оптимизации своей деятельности без привлечения инвесторов со стороны.

Инвестиционные маркетинговые стратегии должны быть основаны и приурочены к экономической природе инвестиционной, маркетинговой и предпринимательской деятельности, суть которых сводится к экономическим стимулам этих видов деятельности.

Продвижение инвестиционного продукта – это, прежде всего, применение комплекса маркетинговых коммуникаций. Необходимо разработать план продвижения, в котором определяются каналы продвижения информации, ее объем, отслеживается степень ее воздействия и вносятся необходимые изменения. Стоит помнить, что главной задачей инвестиционного маркетинга в конечном итоге является повышение качества управления компанией за счет грамотного управления и размещения финансовых и инвестиционных ресурсов в предпринимательской деятельности, т.е. формирование эффективного финансового (инвестиционного) менеджмента в комплексе с активным применением маркетинговых инструментов. Стратегия инвестиционного маркетинга в промышленности, представленная на рисунке 5.2.2., раскрывает предпосылки, цели, функции, принципы, задачи, сценарии и инструменты.



*Источник: разработано автором*

### **Рисунок 5.2.2. - Стратегия инвестиционного маркетинга в промышленности**

В тоже время, для более полной оценки категории инвестиционного маркетинга, на наш взгляд, необходимо определить его некоторые характеристики как обособленного направления в маркетинге:

1. Контр-участники инвестиционного маркетинга независимо от того с чьей позиции он рассматривается, играют перманентную роль, т.е. инвестор, осуществляя исследования направлений своих вложений будет рассматривать

потенциальные объекты инвестирования как продукт, а сам выступать в роли покупателя. В то же время, если предприятие, заинтересованное в привлечении инвестиций будет предпринимать меры по изучению рынка инвестиций, он все равно будет выступать в роли продавца объекта инвестирования, а инвесторы опять же будут потенциальными покупателями;

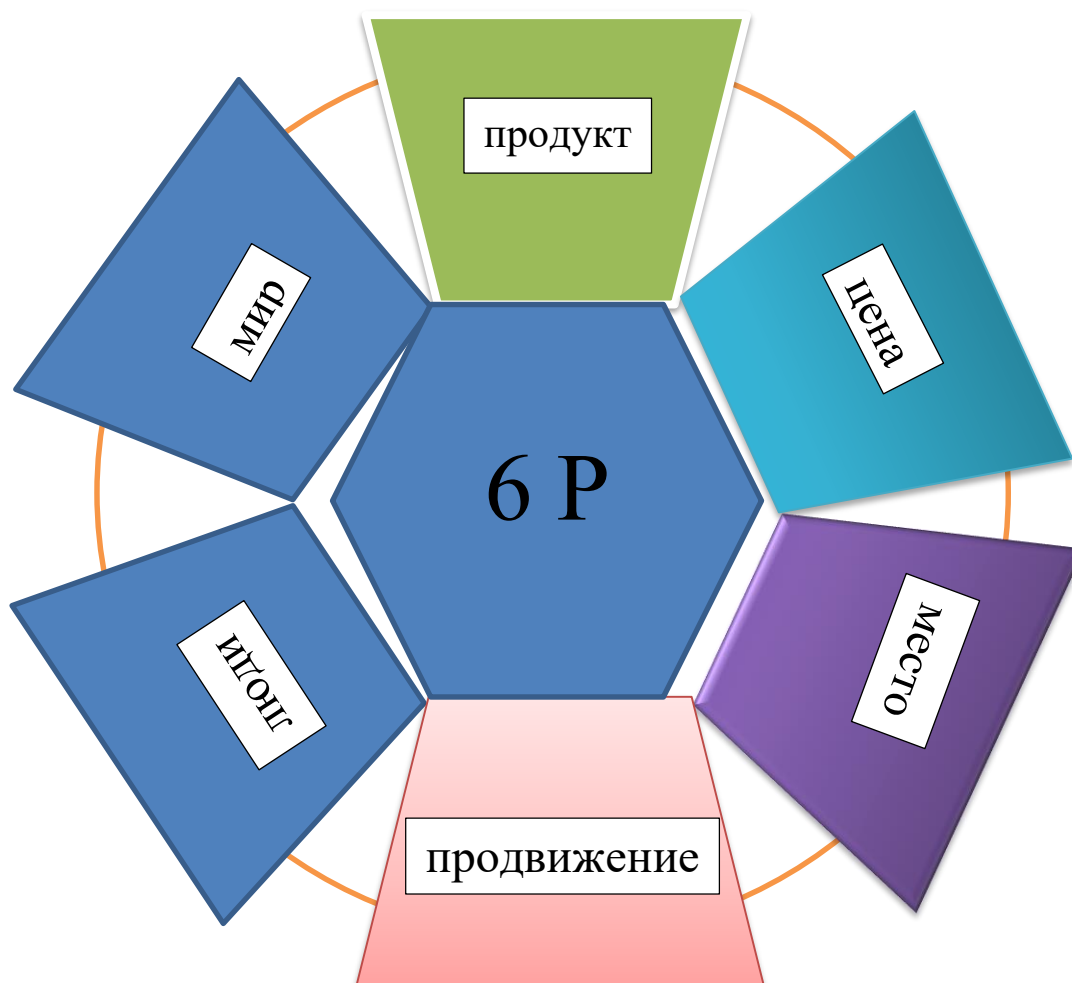
2. Маркетинг инвестиций носит сугубо деловой характер, обусловленный тем, что и покупатель, и продавец на рынке инвестиций, являясь субъектами предпринимательской деятельности, осуществляют свою деятельность с целью получения прибыли, а не удовлетворения потребностей. Данная характеристика также дает основание предположить, что осуществление деятельности в сфере инвестиционного маркетинга предъявляет более высокие требования к профессиональным качествам обеих сторон, что объясняется наличием у них бизнес опыта;

3. Результатом инвестиционного маркетинга является формирование инвестиционной привлекательности, которая в свою очередь формируется под воздействием трех составляющих: инвестиционная привлекательность бизнес проекта, инвестиционная привлекательность бизнес субъекта, инвестиционная привлекательность региона и национальной экономики в целом. Из этого следует, что для достижения максимальных положительных результатов маркетинговой деятельности в сфере инвестиций необходимо координировать действия в этих трех направлениях;

4. Для осуществления инвестиционного маркетинга предполагается более широкий набор направлений анализа информации, и классическая концепция маркетинга 4P должна быть расширена до 6P (рис.5.2.3.), где к стандартным - продукт (product), цена (price), место (place) и продвижение (promotion), следует добавить - люди как субъекты бизнеса с их профессиональными и ментальными характеристиками (people) и мир(peace). Маркетинг инвестиций необходимо осуществлять в тесной интеграции с мировыми рынками капиталов, так как он наиболее чувствителен к различного рода изменениям конъюнктуры глобальной экономики. Кроме того, слово «мир» также имеет непосредственное влияние на



уровень инвестиционной привлекательности в интерпретации «безопасность и спокойствие».



*Источник: разработано автором*

**Рисунок 5.2.3. - Концепция 6P.**

Инвестиционный маркетинг как стратегический приоритет формирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности обоснован рядом объективных предпосылок:

- ✓ Современная практика реализации предпринимательской деятельности предполагает активное изучение информации о рынке, в условиях конкурентной среды маркетинговые инструменты играют все более значимую роль.
- ✓ Мировая практика разработки и реализации маркетинговых стратегий доказывает эффективность маркетинга в повышении финансовой эффективности деятельности предприятий различных сфер деятельности.

- ✓ Инвестиционный маркетинг координирует инвестиционную деятельность с рыночным механизмом, что позволяет наиболее эффективно свести инвестиционный спрос и инвестиционное предложение.
- ✓ В промышленности процессы привлечения инвестиций носят перманентный характер, которые обуславливают востребованность инструментов инвестиционного маркетинга.

Такое видение роли и значения инвестиционного маркетинга определяют необходимость формирования поэтапного алгоритма реализации инвестиционного маркетинга в деятельности предпринимательских структур (рис. 5.2.4.).



Источник: разработано автором

**Рисунок. 5.2.4. Основные этапы реализации инвестиционного маркетинга**

Рассматривая, инвестиционный маркетинг в контексте инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности необходимо сформировать концептуальные направления его развития для инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности (рис. 5.2.6.).



*Источник: разработано автором*

### **Рисунок 5.2.5. - Концепция инвестиционного маркетинга в промышленности**

Рассмотрим более подробно предложенные направления инвестиционного маркетинга в промышленности:

1. Развитие цифрового маркетинга: Внедрение цифровых технологий в маркетинг инвестиционных предложений для предпринимательских структур в промышленности, таких как использование цифровых платформ, социальных сетей, контента, аналитики и автоматизации маркетинговых процессов для

привлечения инвесторов и партнеров. Это предполагает создание в стране центров, регистрирующих заявки и бизнес-планы как от предприятий заинтересованных в привлечении инвестиций, так и от самих инвесторов, т.е. создание своего рода банка данных или каталога объектов инвестирования и инвесторов. Кроме того, необходимо развивать сеть так называемых бизнес-инкубаторов, в которых будут аккумулироваться и претворяться в жизнь наиболее перспективные проекты.

2. Создание персонализированных инвестиционных пропозиций: Разработка и продвижение индивидуальных инвестиционных предложений для предпринимательских структур в промышленности, учитывающих их специфические потребности, риски и возможности. Это предполагает проведение маркетинговых исследований для определения требований инвесторов, анализа конкурентной среды и определения потенциальных рыночных возможностей.

3. Усиление присутствия на международных рынках: Развитие маркетинговых стратегий для привлечения иностранных инвесторов, участие в международных инвестиционных форумах, ярмарках, миссиях и деловых встречах, применение инструментов, связанных с локализацией контента и адаптацией маркетинговых сообщений к различным культурным контекстам.

4. Развитие маркетинга стейкхолдеров: Установление и поддержание эффективных отношений с потенциальными инвесторами, партнерами и финансовыми институтами в промышленности через проведение специальных мероприятий, коммуникацию и управление репутацией; разработку стратегии брендинга и позиционирования, использование прямых коммуникационных каналов, таких как персональные встречи, презентации, вебинары, для представления инвестиционных возможностей в промышленности; создание публичных отношений и вовлечение в диалог с общественностью для установления доверия и привлечения внимания к инвестиционным возможностям в отраслях промышленности.

5. Развитие маркетинга зеленых и устойчивых инвестиций: Адаптация маркетинговых стратегий для привлечения инвестиций в экологически чистые и устойчивые проекты в промышленности. Кроме того, для развития

промышленности важную роль играет активное участие в формировании и продвижении экосистемы инноваций и венчурного инвестирования, чтобы обеспечить потенциал для роста эффективности и конкурентоспособности предпринимательских структур в промышленности.

В целом, что внедрение принципов и методов инвестиционного маркетинга в деятельности, как частных предпринимательских структур, так и государственных структур, нацеленных на привлечение инвестиций, позволит преодолеть устоявшееся амплу «просителей» у инвесторов и перейти на новый уровень взаимовыгодного сотрудничества. В будущем инвестиционный маркетинг будет продолжать развиваться и приспосабливаться к изменяющейся финансовой среде. Развитие цифровых технологий, искусственного интеллекта и аналитики данных будет играть все более важную роль в эффективном привлечении и удержании инвесторов. Компании будут стремиться использовать инновационные методы и стратегии, чтобы оставаться конкурентоспособными и успешными в сфере инвестиционного маркетинга.

В условиях активного продвижения идей устойчивого развития и снижения углеродного следа, инвестиционный маркетинг в промышленности обладает уникальной возможностью и конкурентным преимуществом расширять круг потенциальных инвесторов посредством развития «зеленых» технологий и производства. Кроме того, международной практикой подтверждена важность и эффективность экономического стимулирования экоориентированных проектов через налоговые и финансовые преференции. Это дает очередное конкурентное преимущество промышленному сектору, которое посредством грамотного маркетингового обеспечения можно коммерциализировать. В отечественных условиях также активно продвигается тематика «зеленой» экономики, при этом недостаточно развитый инструментарий инвестиционного маркетинга не позволяет оценить и получить всех эффектов предпринимательскими структурами.

Инвестиционный маркетинг играет ключевую роль в современной финансовой индустрии. Он объединяет маркетинговые и инвестиционные концепции для привлечения инвесторов, продвижения инвестиционных продуктов

и управления имиджем компании. Эффективное использование инвестиционного маркетинга является бесспорным инструментом для современного бизнеса в процессе привлечения капитала, увеличения объемов инвестиций и формирования долгосрочных отношений с клиентами.

### **5.3. Основные направления развития рынка ценных бумаг в контексте инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности**

Рынок ценных бумаг является одним из основополагающих элементов в структуре рыночной экономики. В развитых странах процессы инвестирования и инвестиционного обеспечения тесно связаны с механизмом функционирования рынка ценных бумаг. Развитие фондового рынка позволяет не только аккумулировать внутренние и внешние инвестиции, но обеспечивает оптимизацию перераспределения активов из депрессивных отраслей в более эффективные за счет спроса и предложения, а также из стагнирующих стран в те, где развивается производство. Достижение на них приемлемой нормы доходности инвестиций свидетельствует о позитивном характере процессов, происходящих в национальной экономике. В современных условиях состояние экономики страны, ее динамичность и эффективность определяется развитостью и рентабельностью рынка ценных бумаг, в котором сконцентрированы капиталы хозяйствующих субъектов.

Развитие хорошо функционирующих рынков ценных бумаг имеет важное значение для оживления экономики, особенно в условиях дефицита и поиска средств для финансирования экономики, что предопределяет необходимость исследования и устранения барьеров, препятствующих их развитию. В контексте инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности, развитие рынка ценных бумаг, позволит раскрыть скрытые резервы и обеспечит формирование механизма инвестиционного обеспечения, отвечающего принципам цикличности и реинвестирования.

Рынок ценных бумаг в Таджикистане остается маломасштабным и слаборазвитым. В настоящее время инвестиционное и ресурсное обеспечение в основном сконцентрировано на привлечении внешних иностранных инвестиций, бюджетном финансировании экономики и денежных переводах мигрантов, которые стимулирует потребительский спрос и определенную инвестиционную активность. В целях улучшения инвестиционного климата и развития рынка ценных бумаг в Таджикистане, Министерство финансов Республики Таджикистан, как уполномоченный орган по регулированию рынка ценных бумаг - Агентства по развитию рынка ценных бумаг и специализированного регистратора, разработало и приняло ряд нормативно-правовых актов, регулирующих рынок ценных бумаг, а именно: Постановления Правительства Республики Таджикистан от 18 ноября 2009 г. № 627 «О вводе в обращение государственных казначейских векселей», Закон Республики Таджикистан "Об акционерных обществах, Закон Республики Таджикистан "О рынке ценных бумаг" и т.д.

Развитие такой сферы экономики как рынок ценных бумаг обеспечивает и расширяет доступ к акционерному и долговому финансированию для частного сектора, способствует оптимальному распределению сбережений через инвестиции, запускает механизмы оценки рыночной стоимости предприятий и их капитализации. Отсутствие развитого рынка ценных бумаг значительно сужает возможности финансового и инвестиционного обеспечения предпринимательских структур. Для развития промышленности, в условиях, когда предпринимательские структуры могут полагаться исключительно на банковское финансирование, которое по своей природе является очень консервативным и относительно краткосрочным, активизация деятельности по развитию рынка ценных бумаг должна носить обязательный характер. Для формирования эффективного механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур продуманная долгосрочная стратегия развития рынка ценных бумаг и ее реализация имеет центральное значение.

Основной сегмент рынка ценных бумаг в Таджикистане - государственные ценные бумаги. Проблема создания функционирующего рынка ценных бумаг для

Республики Таджикистан стоит очень остро. Это предопределяет необходимость консолидации усилий Агентства по развитию рынка ценных бумаг, Правительства Таджикистана, Национального банка Таджикистана и других заинтересованных сторон над разработкой конкретного плана мероприятий с указанием основных этапов, мероприятий и сроков для продвижения законодательных и структурных реформ, необходимых для решения проблем, связанных с развитием рынка капитала в стране. Стоит подчеркнуть, что именно вовлеченность и слаженность усилий на самом высшем уровне обуславливает возможность устранения преград на пути развития рынка ценных бумаг в Таджикистане.

В настоящее время в Таджикистане функционируют следующие лицензированные финансовые институты, связанные с рынком ценных бумаг [19]:

- две фондовые биржи – Центрально-азиатская фондовая биржа (ЦАФБ), которая учреждена в 2015 году и Азиатская фондовая биржа, учрежденная китайскими инвесторами (не функционирует);

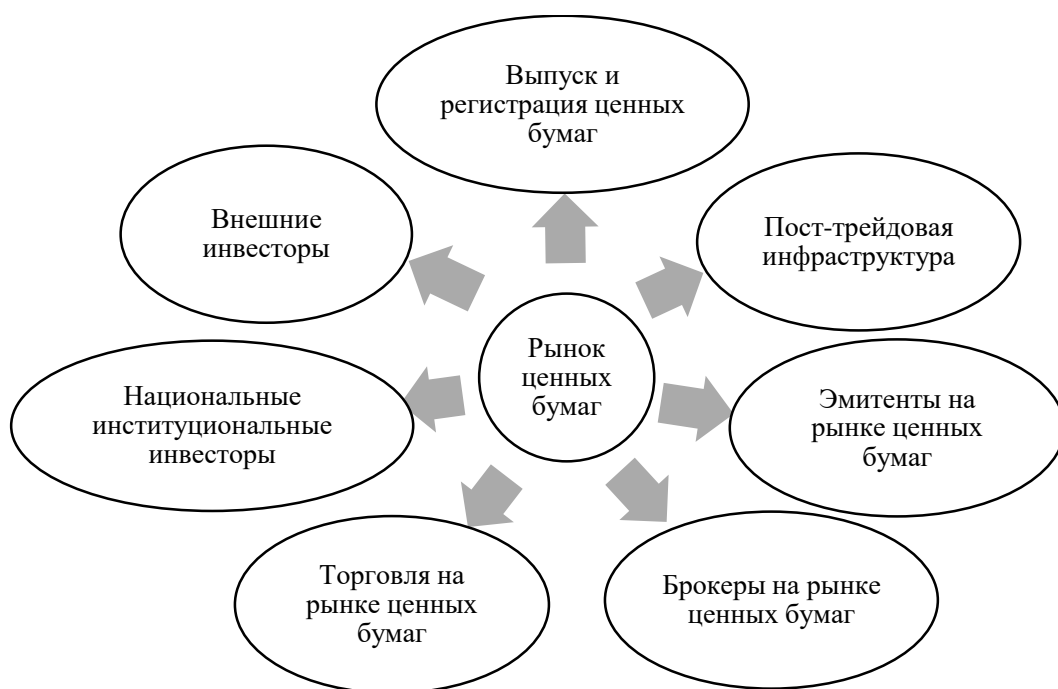
- Центральный депозитарий (ЦД), созданный также в 2015 году и который осуществляет расчеты по ценным бумагам, обращающимся на ЦАФБ;

- Четыре независимых регистратора, в функции которых входит сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. К ним относятся: ООО «Реестр Плюс», ООО «Фехристи нав», ООО «Дорандаи фехристи нав», ООО «Ламанс»;

- Одна брокерская компания - ООО «Прайм Инвест», созданная в 2015 году.

Рассмотрим деятельность рынка ценных бумаг Таджикистана, согласно представленным ниже аспектам (рис. 5.3.1.), в целях анализа его состояния, определения проблем и разработки рекомендаций для его развития, как стратегического приоритета формирования механизма инвестиционного обеспечения промышленности и развития национальной экономики.





*Источник: составлено автором*

**Рисунок 5.3.1. - Аспекты исследования рынка ценных бумаг**

Центрально-азиатская фондовая биржа является единственной площадкой, где осуществляются сделки по ценным бумагам в Республике Таджикистан. К концу 2021 года на бирже было зарегистрировано 38 акций. Общая стоимость всех сделок с акциями составила 47 млн. долл. США в 2021 году и 76 млн долл. США в 2020 году. Общий объем торгов составил 5 миллионов акций в 2021 году и 18 миллионов акций в 2020 году. В 2021 и 2020 годах на бирже было проведено всего около 30 сделок, и, в основном, это были заранее подготовленные, или так называемые крупномасштабные блочные сделки. Общая рыночная капитализация рынка акций в Таджикистане составила 300 млн. долл. США и 200 млн. долл. США в 2021 и 2020 годах соответственно [15]. В процентном отношении к ВВП общий объем рынка составил 2,9 процентов и 2,2 процента в 2021 и 2020 годах соответственно. Это очень низкий показатель даже по стандартам развивающихся экономик [19].

Что касается долговых ценных бумаг, то в 2021 году на Центрально-азиатской фондовой бирже было выпущено четыре новых корпоративных облигаций, в результате чего общее количество торгуемых облигаций достигло пяти. Общий объем торгов корпоративными облигациями в 2021 году составил 6

млн. долл. США (в 2020 году – 0,005 млн. долл. США) [19]. На бирже котируются только корпоративные облигации, поскольку там не проводятся ни сделки с государственными облигациями, ни сделки купли-продажи ценных бумаг с обязательством обратной продажи-покупки через определённый срок по установленной заранее цене, ни сделки денежного рынка, ни валютные операции.

Практически невозможным является получение данных о котирующихся акциях, находящихся в свободном обращении, это позволяет сделать вывод, что в Таджикистане чрезвычайно мало акций, находящихся в свободном обращении, что делает их практически непригодными для инвестирования, тем самым сводится на нет основная функция рынка ценных бумаг – консолидация и размещения финансовых ресурсов.

Внебиржевая торговля не запрещена, но не практикуется, т.е. исторически внебиржевых торгов в Таджикистане не было. Основной причиной этого является различное налогообложение сделок, проводимых на организованных и неорганизованных рынках. В частности, прирост капитала от биржевых сделок с акциями и облигациями налогом не облагается. В отличие от этого, по внебиржевым сделкам инвесторы должны платить 13-процентный налог на прирост капитала и 15-процентный НДС. Отмечается, что в отличие от инвесторов, участники рынка ценных бумаг, такие как фондовая биржа, брокеры, дилеры, Центральный депозитарий, платят половину установленной законом 15-процентной ставки НДС, то есть только 7,5 процента. Кроме того, внебиржевые сделки должны быть нотариально заверены, что стоит четыре процента от общей стоимости сделки. Согласно, «старому» Налоговому кодексу Таджикистана, доходы от прироста капитала, дивиденды или купонные выплаты по облигациям в отношении ценных бумаг, обращающихся на бирже в течение максимального срока в пять лет, налогами не облагались. Согласно новому Налоговому кодексу, вступившему в силу с 1 января 2022 года и действующему по 31 декабря 2026 года, дивиденды и купоны по корпоративным облигациям облагаются налогом по ставке 13 процентов, что привело к снижению спроса инвесторов к местным ценным бумагам и, соответственно, к сокращению предложения новых ценных бумаг на

рынке. При этом прирост капитала в отношении всех видов ценных бумаг, обращающихся на бирже, налогообложению не подлежит. Налоговая реформа также отменила некоторые налоговые льготы и бюрократизировала получения сертификатов для инвесторов. Это позволяет констатировать, что проведенная налоговая реформа негативно сказалась на формировании рынка ценных бумаг и развитии портфельного инвестирования, что требует пересмотра и корректировки в целях нивелирования этих последствий.

Пост-трейдовая инфраструктура представляет собой совокупность условий для реализации своих функций Центральным депозитарием и уполномоченными держателями, которые наступают с момента заключения соглашения до момента, когда происходит выполнение условий сделки (например, правовая передача права собственности на ценные бумаги и осуществление платежа). Посттрейдинг включает деятельность финансовых фирм (сверка параметров заключенного соглашения), клиринговые, расчетные операции с целью выявить и устранить возможные разногласия по всем аспектам сделки для снижения операционных рисков. Особое внимание на условия посттрейдинга уделяется участниками сделок с иностранным инвестором, из чего мы можем заключить, что этот аспект развития рынка ценных бумаг чрезвычайно важен для улучшения инвестиционного климата национальной экономики.

В настоящее время Центральный депозитарий использует три банка для расчетов по сделкам, проводимым на бирже: государственный банк «Амонатбанк» и два частных банка: ОАО «Ориёнбанк» и ОАО «Коммерцбанк Таджикистана», т.е. большая часть расчетов проводится с использованием ресурсов коммерческих банков. Это не лучшая рыночная практика, поскольку инвестиционные посредники и их клиенты постоянно подвергаются кредитному риску любого из трех названных коммерческих банков. Было бы весьма целесообразно, чтобы расчеты осуществлялись Национальным банком, при этом чтобы использовались корреспондентские счета расчетных агентов, открытые непосредственно в главном банке страны.

Однако, такая практика пока остается за пределами правового регулирования, в связи с имеющимися несоответствиями и противоречиями в нормативной документации, в частности в Законе о платежных услугах и платежной системе, Правилах функционирования Автоматизированной системы межбанковских переводов и Инструкция № 178 Национального банка Таджикистана. Это обосновывает отказ Национального банка открывать корреспондентские счета профессиональным участникам рынка ценных бумаг в собственных реестрах.

Выпуск и регистрация ценных бумаг или эмиссия представляет собой процесс производства денежных инструментов с целью привлечения капитала и инвестиций. Центральный депозитарий является членом Ассоциации национальных нумерующих агентств (АННА) и присваивает ценным бумагам, выпущенным в Таджикистане, Международные идентификационные номера (ISIN). Если юридическое лицо, уже имеющее налоговый идентификационный номер (ИН), решает выпустить ценные бумаги, оно подает заявку на уникальный ИН ценной бумаги, присваиваемый Министерством финансов. Этот ИН ценной бумаги отличается от ISIN и начинается с букв TJ, за которыми следует семизначное число. После получения юридическим лицом в Министерстве финансов такого ИН, оно обращается к независимому регистратору для регистрации выпуска своих ценных бумаг. Регистратор – это единственное место, где могут быть зарегистрированы акции компаний, поскольку в стране отсутствует Центральный депозитарий эмитента, а функционирующий Центральный депозитарий не допускается для выпуска и регистрации акций. При этом, для долговых ценных бумаг, Центральный депозитарий уполномочен, т.е. облигации могут быть «выпущены» и храниться либо в регистраторе, либо непосредственно в депозитарии. Усложнен процесс получения выписки со счета у регистратора в качестве подтверждения права собственности на акции. Для этого необходимо получение справки в Налоговом комитете, в Службе комплексного обслуживания («единого окна»). Исключение составляют случаи, когда компания (эмитент) в Службе комплексного обслуживания просит указать имя регистратора в качестве

держателя 100% акций. В последнем случае выписка со счета, выданная регистратором, служит свидетельством законного права собственности.

Кроме обнаруженной фрагментации процесса выпуска и регистрации ценных бумаг рынка следует отметить о проблеме технического характера. В частности, речь идет об устаревшем программном обеспечении для ведения реестров акций. В настоящее время техническая поддержка этого устаревшего программного обеспечения прекращена, что представляет собой значительный риск и существенно ограничивает возможности для любого усовершенствования этого программного обеспечения. По нашему мнению, этот вопрос необходимо решить, как можно быстрее, чтобы обеспечить независимость рынка от данного программного обеспечения. В обозримом будущем оно должно быть заменено новым программным обеспечением, которое отвечает потребностям рынка и для которого есть поставщик, способный обеспечить его обслуживание и поддержку, а также услуги по его обновлению и совершенствованию.

Эмитентами (рис.5.3.2.) признаются юридические лица, органы исполнительной власти или органы местного самоуправления, выпускающие ценные бумаги в целях привлечения капитала для финансирования своей деятельности и несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных этими ценными бумагами.



*Источник: составлено автором*

**Рисунок 5.3.2. - Эмитенты на рынке ценных бумаг**

В настоящее время Министерство финансов производит выпуск государственных краткосрочных облигаций (ГКО) со сроком погашения до трех месяцев по ставке 0,99 процента годовых, что значительно ниже текущего уровня инфляции. Единственная причина, по которой Министерство финансов может выпускать ГКО по ставкам ниже рыночных, заключается в том, что Фонд страхования вкладов частных лиц за отсутствием выбора вынужден приобретать данные векселя. В отличие от этого облигации Национального банка в настоящее время выпускаются с 12-процентной купонной ставкой, что делает их гораздо лучшим вложением для банков или для Фонда страхования вкладов частных лиц, чем государственные векселя или облигации. Тем не менее, Фонд страхования вкладов частных лиц не имеет права покупать ноты Национального банка и может инвестировать только в облигации. Национальный банк выступает в качестве уполномоченного держателя облигаций, выпущенных Министерством финансов. Государственные краткосрочные облигации выпускаются в материальной (бумажной) форме. Государственные облигации обычно выпускаются со сроком погашения один год (со ставкой в два процента годовых) и десять лет (выплачивается восьмипроцентный годовой купон). В прошлом была выпущена одна облигация с целью рекапитализации банков, которая была полностью выкуплена Национальным банком. Министерство финансов также выпустило десятилетние облигации, привязанные к ставке рефинансирования, которая исследуемом периоде составляет 13,5 процента. Однако купонная ставка по таким облигациям ограничена восемью процентами (в настоящее время облигации выпускаются под 7,4%). На конец 2022 года официальный уровень инфляции в Таджикистане составил 4,2 процента. Министерство финансов также выпускает пятилетние облигации с привязкой к инфляции, по которым выплачивается один процент сверх текущего годового уровня инфляции с ежегодным пересмотром процентной ставки купона.

Государственные предприятия могут использовать инвестиционный механизм рынка ценных бумаг как посредством приватизации через IPO (публичное размещение акций) на местной фондовой бирже, так и за счет

размещения части своих акций или выпуска облигаций. Однако, решение по государственному сектору находится в компетенции Правительства Таджикистана и Государственного комитета по инвестициям и управлению государственным имуществом, который представляет государство в качестве акционера государственных компаний. В республике первоначальная программа приватизации была выполнена в 2003–2013 годах, а вторая программа приватизации была выполнена в 2014-2017 годах. Согласно законодательства о приватизации государственного имущества Таджикистана и Постановления Правительства, регламентирующее правила и процедуры продажи государственного имущества через аукционы и конкурсы, для приватизации можно использовать процесс IPO на организованном рынке ценных бумаг, но прошлый опыт приватизации свидетельствует об отсутствии применения этого инструмента в прошлом. Спрос предпринимательских структур чаще связан с выпуском корпоративных облигаций, что обычно проще сделать, чем размещение акций.

Банковский сектор также может выступать как в качестве эмитента, так и участника на рынке ценных бумаг, однако пока участие банков на рынке ценных бумаг встречается в форме размещения облигаций. В Таджикистане есть два основных государственных банка: «Амонатбанк» и промышленно-экспортный банк Таджикистана «Саноатсодиротбанк». ОАО «Банк Эсхата» – самый крупный частный банк с рейтингом ‘B3’ Moody’s. В 2017 году ОАО «Банк Эсхата» выпустил двухлетние корпоративные облигации номинальной стоимостью 1,46 млн долл. США (15 млн сомони) с 22-процентным купоном. Это был первый случай эмиссии корпоративных облигаций в Таджикистане. Банкам разрешено покупать корпоративные облигации, деноминированные в местной валюте, но их сумма не может превышать 20 процентов их нормативного капитала. Даже в этом случае может потребоваться одобрение Наблюдательного совета. Коммерческие банки могут покупать корпоративные облигации без рейтинга и даже акции, но они почти никогда этого не делают. Эти банки для получения кредита рефинансирования могут заложить выпущенные Нацбанком Депозитные сертификаты (ДС) в национальной валюте без какой-либо процентной разницы. Потенциально они

могут использовать те же ДС для операций по купле-продаже ценных бумаг с обязательством их выкупа по заранее оговоренной цене. Большинство депозитных сертификатов выпускаются на семь дней и очень редко на три или шесть месяцев. Облигации, выпущенные Министерством финансов, имеют право на операции рефинансирования с участием Национального банка. Однако, коммерческие банки не покупают государственные облигации, поскольку доходность по ним является значительно ниже рыночной (0,99 процента годовых). Банкам разрешено приобретать ценные бумаги других юридических лиц, которые не занимаются кредитной деятельностью. Максимальный лимит таких инвестиций составляет десять процентов от нормативного (собственного) капитала банков. Такая статистика в очередной раз демонстрирует слабое развитие рынка капитала в стране и крайнюю незаинтересованность экономических субъектов в применении инструментария рынка ценных бумаг.

К национальным институциональным инвесторам, которые потенциально могут сыграть роль в развитии местного рынка ценных бумаг путем инвестирования в национальные акции и облигации в отечественной экономике можно отнести довольно ограниченное число участников. В основном это страховые компании, Фонд страхования вкладов частных лиц и Агентство социального страхования и пенсий.

Фонд страхования вкладов частных лиц Таджикистана был создан для страхования вкладов частных лиц в коммерческих банках до определенного лимита. К концу 2022 года лимит страхования вкладов составлял около 3 000 долл. США для вкладов в национальной валюте и 2 000 долл. США для вкладов в иностранной валюте. Фонд страхования вкладов частных лиц по закону не имеет права покупать негосударственные ценные бумаги, что сильно ограничивает его выбор. Фонд страхования вкладов физических лиц может покупать облигации, выпущенные правительством Таджикистана, и векселя, выпущенные Нацбанком. Фонд страхования вкладов частных лиц также имеет право покупать иностранные высококлассные государственные ценные бумаги (например, казначейские облигации США или облигации, выпущенные центральными банками стран с



высоким кредитным рейтингом), но пока не может этого сделать из-за отсутствия технической инфраструктуры (нет доступа к рынку казначейских облигаций США и нет связи с депозитарием).

Облигации Национального банка выпускаются через собственный центральный депозитарий и являются очень краткосрочными (с семидневным или трехмесячным сроком погашения) с относительно высокой ставкой (10–12% в год), чем по трехмесячным облигациям, выпущенным Министерством финансов (0,99 % годовых), что делает их очень привлекательной инвестицией для Фонда страхования вкладов физических лиц, но Национальный банк не разрешает ему покупать такие облигации. Фонд страхования вкладов частных лиц раньше имел 30 млн. долл. США в накопленных резервах, но после банкротства двух банков, его средства концу 2022 года составили около 15 млн. долл. США.

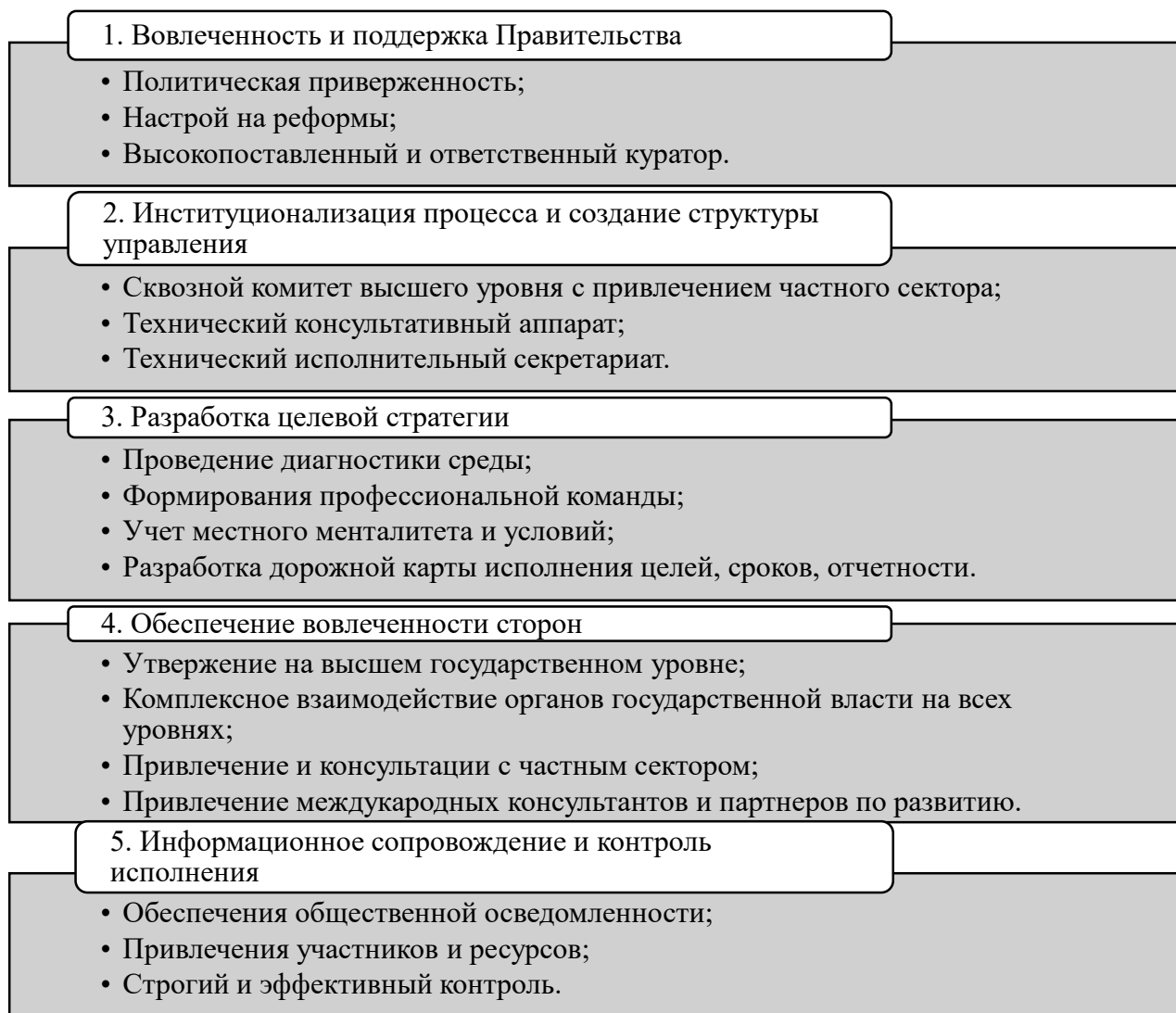
Фонд страхования вкладов физических лиц в настоящее время теряет деньги, потому что: 1) у него нет другого выбора, кроме как инвестировать в облигации Минфина по ставкам намного ниже рыночных (и ниже уровня инфляции) – 0,99 процента годовых. 2) он использует дилинговую систему, расходы на которую превышает доход, полученный от инвестирования в эти облигации.

В Таджикистане действует типичная распределительная пенсионная система, финансируемая за счет собираемых государством налогов. Социальный налог в размере 25 процентов применяется к общей стоимости фонда оплаты труда государственных организаций и государственных компаний, а к стоимости фонда оплаты труда всех остальных (частных) компаний и организаций применяется социальный налог в размере 20 процентов. Эти социальные налоги поступают в государственный бюджет и затем используются для выплаты из него пенсий и пособий по социальному обеспечению (например, по безработице). В то же время государственные служащие платят один процент от своей зарплаты на счет Агентства социального страхования и пенсий. Все негосударственные служащие платят два процента от своей зарплаты в то же Агентство социального страхования и пенсий. Агентство социального страхования и пенсий имеет счет в ГУП «Амонатбанке», который является государственным банком, и хранит все

накопленные пенсионные взносы на данном счете. Это предусмотрено статьей 10 Закона №955 «Об обязательном пенсионном страховании» от 19 марта 2013 года. По состоянию на октябрь 2022 года общая накопленная сумма на этом счете составила примерно 16,6 млн. долл. США и в пределах этой суммы Агентство социального страхования и пенсий потенциально может инвестировать в ценные бумаги.

С 2014 года Агентство социального страхования и пенсий инвестировало в краткосрочные депозиты коммерческих банков, но эти банки обанкротились, а Агентство социального страхования и пенсий потеряло значительную сумму денег. Кроме того, Агентство социального страхования и пенсий уже инвестировало около 50 млн. долл. США в акции Рогунской ГЭС, но пока не получило никаких дивидендов от своих инвестиций в акции Рогунской ГЭС. Оставшиеся накопленные средства (около 6,6 млн. долл. США) в настоящее время не вкладываются в банковские депозиты из опасения снова их потерять. Соответственно, средства теперь хранятся в виде наличных средств на расчетном счете в «Амонатбанк» и по ним не начисляются проценты. По сути средства никуда не инвестируются и обесцениваются из-за инфляции. Более того, согласно недавним поправкам к Закону о государственном социальном страховании, Агентство социального страхования и пенсий больше не имеет права принимать инвестиционные решения без прямого разрешения правительства. Это означает, что Агентство социального страхования и пенсий не может выполнить свое главное обязательство по соблюдению требования закона, согласно которому накопленные средства должны приносить доход не ниже текущего уровня инфляции.

В целом можно заключить, что развитие рынка капиталов и ценных бумаг находится в Республике Таджикистан на стадии формирования. Опыт стран в развитии инвестиционного обеспечения посредством активного применения инструментов рынка ценных бумаг свидетельствует о необходимости разработки стратегии рынка ценных бумаг, которая должна быть выполнена с учетом ряда факторов (рис. 5.3.3.).



*Источник: разработано автором*

### **Рисунок 5.3.3. - Аспекты реализации стратегии развития рынка ценных бумаг**

Опыт развитых стран свидетельствует, что развитие рынка капиталов является катализирующим фактором для экономического роста национальной экономики, так как способствует оптимизации финансовых ресурсов и их эффективному размещению. Соответственно, Правительству республики следует обратить пристальное внимание на развитие этого процесса особенно в контексте формирования инвестиционного механизма обеспечения развития отраслей промышленности.

Резюмируя проведенное исследование по данному направлению в Республике Таджикистан можно сформулировать следующие выводы и рекомендации:

➤ Объемы торгов, наблюдаемых на фондовой бирже Таджикистана, являются очень низкими, что значительно снижает инвестиционную привлекательность рынка ценных бумаг и в целом характеризуют неэффективность данной структуры в настоящем периоде. Поддержание надежной инфраструктуры рынка капитала требует значительных инвестиций. Поэтому чрезвычайно важно, чтобы объемы торгов и ликвидность на бирже выросли до уровня, на котором ее коммерческая деятельность будет жизнеспособной и устойчивой. Перенос первичной и вторичной торговли, а также расчетов по государственным облигациям на фондовую биржу может стать хорошим началом для увеличения объемов и прибыльности.

➤ В Таджикистане существуют определенные экономические стимулы (в основном через налоговую политику) для поощрения торговли на организованных рынках, таких как фондовая биржа, что имеет решающее значение для поддержания минимальной ликвидности. Для этого следует упорядочить и расширить налоговые льготы таким образом, чтобы они работали как для инвесторов, так и для эмитентов, поощрять эмитентов к выходу на биржу путем снижения налоговой ставки для компаний, которые размещают на бирже заранее определенный минимальный процент своих акций, увязать налоговые льготы с выполнением требования по минимальному размещению.

➤ Улучшить пост-трейдинговую инфраструктуру рынка заемного капитала в Таджикистане. Расчеты по сделкам, заключенным на Центрально-азиатской фондовой бирже, в настоящий момент проводятся с использованием «денег коммерческих банков», что не соответствует международным стандартам, поскольку участники рынка и инвесторы подвергаются кредитному риску коммерческих банков, которые осуществляют данные расчеты. Рекомендуется принять новую модель расчетов с участием Национального банка, при которой расчеты будут производиться через корреспондентские счета расчетных агентов (банков) непосредственно в Национальном банке Таджикистана.

➤ Рекомендуется упростить процесс эмиссии ценных бумаг, обеспечив их выпуск в одном месте. В настоящий момент акции могут быть выпущены только в

регистраторе, в отличие от облигаций, которые могут быть выпущены как в регистраторе, так и в Центральном депозитарии, у которого имеются все ресурсы для выпуска акций. Для исправления ситуации необходимо внести соответствующие изменения в Закон о рынке ценных бумаг, а также в Законы о регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей, а также в Закон об акционерных обществах.

➤ Таджикистану необходимо развивать рынок местных государственных облигаций и иметь кривую доходности в местной валюте, которая может быть использована в качестве ориентира для эмитентов корпоративных облигаций. Необходим свод правил (инструкция) Министерства финансов по выпуску государственных облигаций. В качестве первого шага в этом направлении Министерство финансов может начать выпуск облигаций местных органов власти по рыночным ставкам с учетом заранее определенного дисконта к рыночной стоимости, которая будет зависеть от кредитного рейтинга и срока погашения такой корпоративной облигации в эталонных размерах, обеспечить возможность использования облигаций банками в качестве залога для рефинансирования кредитов, внедрить первичных дилеров на рынке государственных облигаций, обеспечить их торговлю на бирже и вторичном рынке, перейти на цифровой формат ценных бумаг.

➤ Рекомендуется провести прозрачную приватизацию оставшихся государственных компаний и банков через публичное размещение акций на фондовой бирже. Правительство Таджикистана должно определить среди них ответственных государственных кураторов для проведения приватизации и план реализации с четкими сроками, установленными для каждого публичного размещения акций. Параллельно должны быть реализованы мероприятия по активизации корпоративного предпринимательства, популяризации акционерной формы бизнеса, улучшение корпоративного управления и отчетности, повышение прозрачности, стимулированию дивидендных выплат и т.д.

➤ Следует приступить к развитию базы институциональных и розничных инвесторов на внутреннем рынке, состоящую из банковского сектора, страховых

компаний, Агентства социального страхования и пенсий, Фонда страхования вкладов физических лиц (в настоящее время не инвестирует и теряет деньги из-за инфляции), негосударственных пенсионных фондов (частных пенсионных фондов), частных и розничных инвесторов посредством повышения финансовой грамотности населения, информационного освещения, проведения успешных размещений акций.

➤ Содействовать привлечению иностранных институциональных инвесторов путем установления кастодиальных связей с международными депозитариями и с глобальными кастодиальными банками. Для этого требуется адаптировать законодательную базу и модернизировать инфраструктуру рынка капитала путем наращивания потенциала и дополнительных инвестиций в фондовую биржу, избегания фрагментации рынка, запретив внебиржевые сделки с ценными бумагами, котирующимися на организованном рынке, за исключением крупномасштабных блочных сделок.

В целом, рынок ценных бумаг в Таджикистане требует значительных реформ, которые должны быть обусловлены политической волей и разработаны профессионалами высокого уровня с учетом передового международного опыта, в результате этого, можно добиться значительного прогресса в развитии внутреннего рынка капитала и обеспечить формирование эффективного и комплексного механизма инвестиционного обеспечения.

Таким образом, можно заключить, что рынок ценных бумаг обладая значительным потенциалом для инвестиционного обеспечения экономики в целом, и промышленности, в частности, практически не имеет реального применения в современных условиях, что значительно снижает инвестиционную привлекательность национальной промышленности для иностранных инвесторов, а также негативно отражается на деятельности национальных институциональных инвесторов, которые могли выступить в качестве «пионеров» в инвестиционном обеспечении предпринимательских структур в отечественной промышленности.

#### **5.4. Совершенствование механизма распределения прибыли предпринимательских структур в промышленности как источника инвестиций**

Стратегический характер прибыли определяется тем, что, будучи главной целью и стимулом предпринимательства, прибыль в условиях рынка также является основным источником финансирования планов по дальнейшему развитию бизнеса, обеспечения его финансовой устойчивости и инвестиционной деятельности.

Прибыль представляет собой важнейший элемент всего экономического механизма, характер воздействия которого не ограничивается управлением процессами ее формирования, но охватывает процессы, связанные с обеспечением ее рационального распределения. Механизм распределения прибыли должен отвечать объективным потребностям предпринимательских структур, рыночной конъюнктуры, уровня развития производительных сил, экономических интересов государства, общества и персонала предприятий. При нарушении этого соответствия процесс повышения эффективности производства начинает сдерживаться.

В контексте инвестиционного обеспечения промышленности прибыль также играет ведущую роль, так как является основным источником и стимулом инвестиционной деятельности. Следовательно, исследование механизма распределения прибыли в контексте стратегического приоритета формирования механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности имеет все предпосылки и актуальную необходимость.

Определение оптимальных пропорций распределения полученной прибыли предприятиями промышленности должно соответствовать обозначенному курсу по ускоренной индустриализации национальной экономики. Это предполагает активное вовлечение полученной прибыли в реинвестиционные процессы в промышленности с учетом интересов стейкхолдеров и работников предприятий. В условиях слаборазвитой экономической системы формирование эффективного

механизма распределения прибыли достаточно сложно, так как каждая из сторон стремится к увеличению своей доли в полученной прибыли и неудовлетворенность каждой из сторон может привести к негативным последствиям в последующем формировании прибыли.

В промышленности распределение прибыли зависит как от общих факторов, включающих форму собственности предприятия, размер, отрасль, законодательные требования и целый ряд других обстоятельств, так и имеет следующие особенности:

1. Реинвестирование прибыли: В промышленности часто используется стратегия реинвестирования прибыли для финансирования модернизации производственных мощностей, внедрения новых технологий и развития бизнеса. Часть прибыли направляется на капитальные вложения, что позволяет предприятию оставаться конкурентоспособным в долгосрочной перспективе. Кроме того, принятый в стране курс на инновационное развитие и «зеленую» экономику формируют объективную необходимость направления части прибыли на решение этих задач.

2. Формирование резервных фондов: Ввиду нестабильности рынков сырья, колебаний цен на энергоносители, особенностей технологического процесса, экологического риска, а также в целях финансовой устойчивости, промышленным предприятиям необходимо создавать резервные фонды, направляя часть прибыли на них.

3. Компенсация труда и развитие персонала: Часто трудовая деятельность работников промышленных предприятий сопряжена с различными технологическими рисками и физическими нагрузками, что требует особого внимания и соответственно затрат на оплату труда работников, развитие персонала, обучение, мотивационные программы и другие меры по улучшению кадрового потенциала предприятия. Более того, отмеченная инновационная ориентированность также связана с перманентным процессом повышения квалификации и навыков кадров в промышленности.



4. Соответствие ресурсного потенциала компании к рыночной конъюнктуре: При распределении прибыли необходимо соблюдать баланс, при котором основной и оборотный капиталы максимально задействованы в хозяйственном обороте, что возможно в том случае, когда структура ресурсного потенциала предприятия способна оперативно адаптироваться к требованиям рынка. Промышленное предприятие может успешно функционировать в первую очередь за счет реализации операционной деятельности. Во-первых, это даст возможность максимально полного использования мощностей предприятия, а во-вторых, свидетельствовать об эффективности состава и структуры предпринимательского капитала. В этом контексте, применение инструментов инвестиционного маркетинга в промышленности приобретает стратегическое значение.

5. Учет альтернатив: В промышленности внедрение новых производств требует долгосрочных и крупных инвестиционных вложений, поэтому важно обеспечить эффективную систему отчетности по бухгалтерской и экономической прибыли на основе совершенствования системы учета затрат, в том числе и альтернативных. «Отражение в отчетности данных об экономической прибыли будет содействовать получению более полной деловой информации и, соответственно, принятию наиболее рациональных решений» [218].

6. Баланс интересов: Предполагает соблюдение интересов собственников, персонала, предприятия (как самостоятельное юридическое лицо заинтересовано в своей конкурентоспособности и финансовой устойчивости), государства, общества, а в современных условиях как глобального, так и цифрового сообщества. Промышленные предприятия являются наиболее интегрированными в национальную экономическую систему, опосредующую движение хозяйственных операций, которая включает в себя коммерческие банки, инвестиционные институты, поставщиков, логистические компании и множество других элементов производственной, рыночной, финансовой, информационной, энергетической инфраструктур, их результат складывается от добавочных стоимостей множества других хозяйствующих субъектов.

Эти особенности распределения прибыли в промышленности могут варьироваться и расширяться в зависимости от конкретных условий и потребностей предприятия, его стратегических целей и внешних обстоятельств.

В целом, распределение прибыли предпринимательских структур осуществляется на двух этапах:

1. Распределение прибыли между предприятием и государством.
2. Распределение прибыли по основным направлениям использования (капитализируемая и потребляемая части).

Государство и его интерес в росте прибыли субъектов предпринимательской деятельности имеет наиболее масштабный характер, так как поступления от налогообложения прибыли компаний являются одним из основных источников формирования государственного бюджета, что в свою очередь, формирует бюджет для реализации социально-экономических задач и программ развития национальной экономики. Соответственно, государство должно быть максимально заинтересовано в финансовой устойчивости и росте прибыли предпринимательских структур. При формировании своей налоговой политики государство должно учитывать особенности отрасли, уровень развития, как предприятий, так и экономики в целом, а также другие факторы и на основании этого определять величину налоговых ставок на прибыль. Вопросы активного взаимодействия налоговой системы государства и предпринимательства приобретают еще большую актуальность в свете поставленных перед экономикой страны приоритетов по развитию и наращивания промышленного производства.

По разным оценкам, в структуре доходов бюджета Республики Таджикистан налоги составляют от 80 до 90% [4]. Естественно, что при таких обстоятельствах государству очень сложно проводить масштабное снижение налоговых ставок, тем не менее, в Таджикистане принят ряд мер по налоговому стимулированию производственного предпринимательства.

Основным налогом, влияющим на предпринимательскую активность, общепринято считать налог на прибыль. До 2013 года в Таджикистане действовала единая ставка по данному налогу для всех субъектов бизнеса независимо от вида

осуществляемой деятельности. В связи с определением стратегических приоритетов по переходу на индустриальный тип развития и, соответственно, развитию и поддержке производственного предпринимательства, были приняты следующие налоговые ставки по налогу на прибыль для производственной предпринимательской деятельности:

- с 1-го января 2013 года - 15 %, но не менее 1 процента валового дохода;
- с 1-го января 2015 года - 14 %, но не менее 1 процента валового дохода;
- с 1-го января 2017 года - 13 %, но не менее 1 процента валового дохода [12].

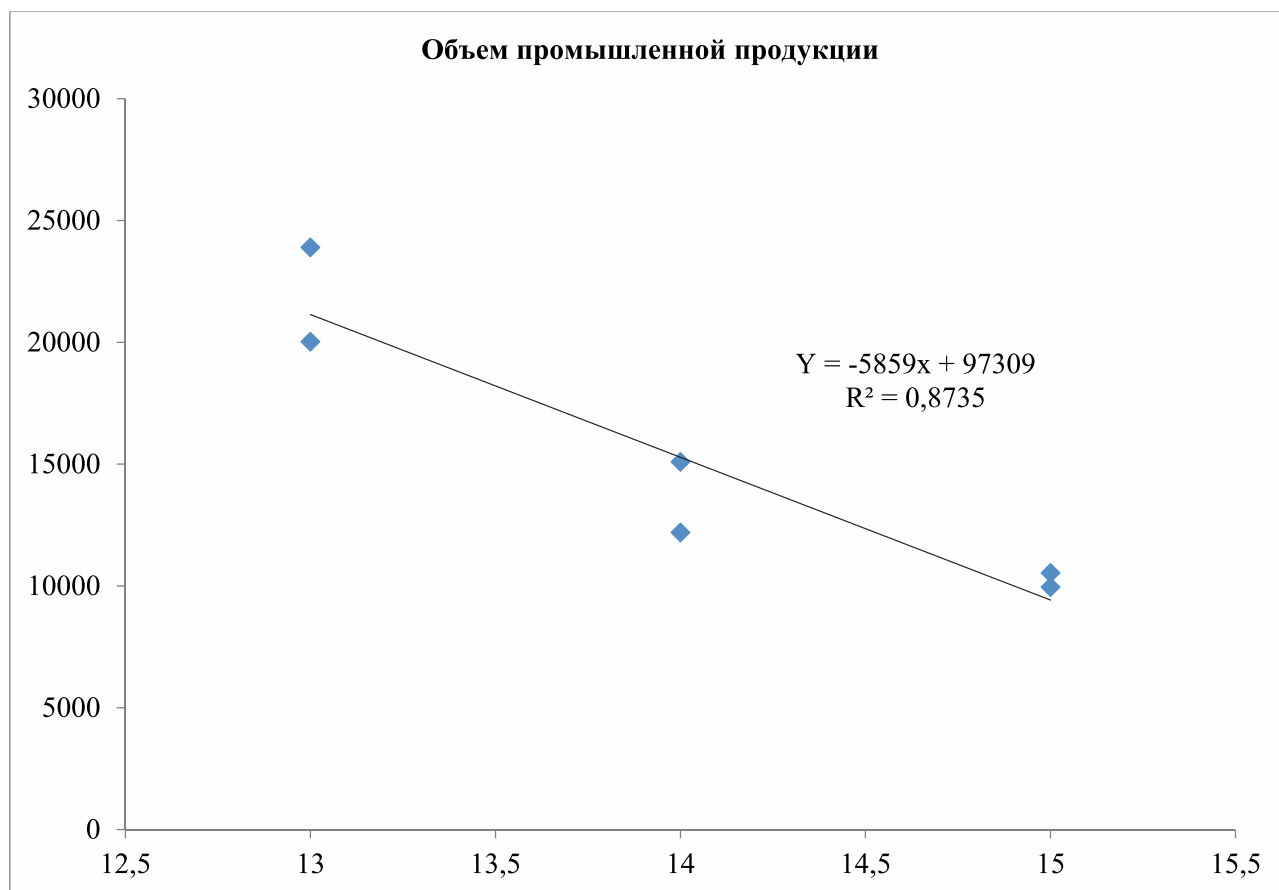
Оценим влияния снижения размера налоговой ставки на деятельность промышленных предприятий в стране на основе анализа динамики изменений объема промышленной продукции с момента принятых дифференцированных налоговых ставок для субъектов производственного предпринимательства. На основе статистических данных по ставке налога на прибыль и объема промышленной продукции, представленным в таблице 5.4.1., построим регрессионную модель зависимости объема промышленной продукции от ставки названного налога. Для этой цели используем математический аппарат, в частности, корреляционно-регрессионный анализ. В качестве зависимой переменной рассмотрим показатель объема промышленной продукции в целом по стране, а в качестве фактора - ставка налога на прибыль для производственных предприятий. Таким образом, имеем дело с моделью парных регрессий, т.е.  $y = f(x)$ , где  $y$  - объем промышленной продукции,  $x$  - ставка налога на прибыль. В качестве измерителя тесноты связи используем коэффициент парной корреляции.

**Таблица 5.4.1. - Данные по ставкам налога на прибыль и объемам промышленной продукции на период с 2013 по 2018 гг.**

Годы	Ставка налога на прибыль, %	Объем промышленной продукции, млн. сомони
2013	15	9952
2014	15	10535
2015	14	12196
2016	14	15090
2017	13	20029
2018	13	23894

*Источник: составлено автором на основе Статистический ежегодник Республики Таджикистан //Статистический сборник. - Душанбе: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, 2022. - 410с.*

Используя пакет прикладных программ находим этот коэффициент, который равен -0,935 и имеет отрицательное знак, что свидетельствует о наличии обратной зависимости. Значение коэффициента близко к модулю 1 и это означает, что между рассматриваемыми факторами существует очень тесная связь. Это позволяет построить модель парной регрессии на рисунке 5.4.1.



Источник: рассчитано автором

**Рисунок 5.4.1. - График динамики объема промышленной продукции**

В результате имеем:

$$Y = -5859x + 97309 \quad (5.4.1)$$

$$R^2 = 0,8735$$

Коэффициент регрессии равен -5859 и означает, что с уменьшением X (ставка налога на прибыль) на одну единицу, Y (объем промышленной продукции) увеличивается на 5859 млн. сомони. Проведенный эконометрический анализ позволяет заключить, во-первых, о наличии тесной взаимосвязи исследуемых

переменной и фактора, во-вторых, фактор имеет определено положительное воздействие на переменную, и в-третьих, применение налоговой политики как стимула для развития промышленного производства вполне оправдано.

В целом, за период реализации политики снижения ставок по налогу на прибыль для производственного предпринимательство, т.е. с 2013 года по настоящее время произошло снижение ставки налога почти в 2 раза и этому соответствует рост объема промышленной продукции также почти в аналогичной пропорции. Так если, в 2012 году данный показатель составлял 12657 млн. сомони, то на 2018 год приходится 23894 млн. сомони. Также наблюдается положительная динамика и по двум другим показателям, характеризующим промышленность. Это число предприятий отрасли и численность промышленно-производственного персонала. За аналогичный период по этим показателям отмечен рост в 36% и 7% соответственно.

Тем не менее, не мешает отметить, что достижение положительных трендов в реализации целей по индустриализации экономики страны способствовало проведение не только эффективной политики в сфере налогообложения, но и ряд других стимулирующих решений, принятых Правительством республики. К ним относятся как меры административной, так и финансовой поддержки отрасли. Но существенный вклад налоговой политики, несомненно, имеет место быть и проведенный математический анализ это подтверждает.

На основании этого нами предлагаются следующие меры по совершенствованию налоговой политики как эффективного инструмента форсирования процессов индустриализации национальной экономики:

1. Повышение финансовой и налоговой грамотности и сознательности, как среди налогоплательщиков, так и налогоплательщиков. Это связано с тем, что проблема уклонения от налогов и распространение различных схем ухода от налогов играет существенную роль при реализации налоговых реформ, а, следовательно, необходимо разрабатывать мероприятия, способствующие укреплению налоговой дисциплины и ответственности, определять эффективные методы контроля и

взыскания. И важное место здесь занимает именно осознанный подход участников процесса налогообложения.

2. Диверсификация доходов государственного бюджета. В сложившихся условиях, когда бюджет страны очень сильно зависит от налоговых поступлений, очень сложно рассчитывать на дальнейшее снижение ставок по налогам. Соответственно, необходимо выявлять дополнительные резервы для пополнения бюджета, что в свою очередь даст возможность дальнейшей налоговой оптимизации.

3. Применение практики регрессивного налогообложения. В случае невозможности дальнейшего снижения налоговых ставок, государство может активно применять регрессивный метод налогообложения, при котором ставка налога уменьшается по мере увеличения роста налоговой базы. При этом нагрузка на государственный бюджет будет компенсирована, а предприниматели получают дополнительный стимул для роста своего бизнеса.

4. Оптимизация налогового ассортимента и налоговых стимулов, что предполагает изменение состава и размера ставок по действующим в стране налогам и налоговым льготам. В данном контексте хотелось бы отметить, что проводимая государством налоговая политика имеет опыт в этом отношении, который также необходимо развивать и внедрять в дальнейшем. В частности, касательно еще одного «влиятельного» налога – налога на добавленную стоимость.

В целом, можно отметить о наличии стойкого и обратного влияния налоговой нагрузки на промышленное производство и, следовательно, необходимости активного применения налоговых стимулов для реализации стратегических целей по индустриализации страны.

Как отмечалось, выше наряду с собственниками, персоналом и государством, сама инфраструктура бизнеса, представляющая совокупность множества рыночных участников, является заинтересованной в поступательном развитии и росте прибыли своих партнеров. Такая форма взаимодействия уже получила широкое распространение как понятие В2В, что означает взаимовыгодное сотрудничество в бизнесе. Учитывая, что каждая сторона, представляет собой

коммерческую организацию и имеет цель получить прибыль, естественно, что они должны понимать о тесной взаимосвязи темпов их роста, т.е. увеличение масштабов деятельности и соответственно прибылей, скажем условно, производственной компании, будет сопровождаться ростом потребления сырья, транспортных и промоутерских услуг, объемов финансовых операций, что опять же положительно скажется на активизации бизнес процессов в экономике в целом. При этом вся суть заключается именно в объединении в единую систему, а не единого субъекта, интегрирование экономических интересов отдельного элемента в общую систему, основу которой составляет осознание взаимозависимости и экономического компромисса.

В условиях рыночной экономики предприятия любой формы собственности, обладая финансовой самостоятельностью, вправе сами решать на какие цели и в каких размерах направлять прибыль, оставшуюся в их распоряжении. Прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия – это многоцелевой источник финансирования его потребностей и роста, но основные направления её использования можно определить, как накопление и потребление. Пропорции распределения прибыли на накопление и потребление определяют перспективы развития предприятия и должны определяться их стратегией. Как правило, по усмотрению руководства прибыль предприятия после уплаты налогов может быть направлена на образование трех фондов: фонд накопления, фонд потребления, резервный фонд.

В современных условиях также следовало бы объединить в отдельную группу интересы собственников предприятия. Принципиальное отличие данной группы заключается в том, что в условиях переходной экономики зачастую интересы собственников предприятия и интересы самого предприятия расходятся в противоположных направлениях, собственники предприятия при распределении прибыли не должны путать понятия «личной прибыли» и «прибыли предприятия» и исходить из принципов рациональности и обеспечения интересов предприятия. Примером данного явления являются те факты, когда на ранних этапах приватизации в нашей стране, приватизированные предприятия не были

использованы по назначению, а были распроданы по частям в целях удовлетворения личных интересов собственников предприятий.

Поэтому использование прибыли предприятия должно осуществляться на основе эффективной политики в этой сфере. Механизм использования прибыли должен соответствовать общей стратегии развития предприятия и обеспечивать повышение его рыночной стоимости, формировать необходимый объем инвестиционных ресурсов, а также реализовывать интересы собственников и наемных работников.

Согласно представленному на рисунке 5.4.2. механизму распределения прибыли промышленного предприятия мы видим, что рациональное распределения прибыли промышленного предприятия, в конечном итоге, формирует его инвестиционные возможности, бюджет и стратегию. В связке с разработкой своей стратегии инвестиционного маркетинга предприниматели могут направлять оставшуюся прибыль как для внутреннего финансирования инвестиционной деятельности, так и для внешнего инвестиционного участия.

При этом стоит отметить, что пропорции распределения прибыли по различным направлениям на каждом предприятии отличаются. Это объясняется тем, что каждое предприятие под воздействием внешних и внутренних условий и на различных этапах развития экономики имеет различные приоритеты по распределению полученной прибыли.





Источник: составлено автором

**Рисунок 5.4.2. - Механизм распределения прибыли промышленного предприятия**

Так, например, наличие предпосылок для расширения хозяйственной деятельности должно стимулировать увеличение доли, капитализируемой прибыли на развитие производства, в случае если предприятие не видит целесообразности в

расширении своей производственной деятельности, оно может выступать инвестором во внешней среде посредством рынка ценных бумаг или участия в инвестиционных фондах, краундфандинге.

Прибыль, по сути, является единственным источником формирования инвестиций, именно прибыль дает возможность для расширения и инвестирования, поэтому очень важным является принятие эффективных и рациональных предпринимательских решений на этапе распределения и использования получаемой прибыли. С учетом этого, считаем целесообразной разработку методики распределения прибыли предпринимательских структур в промышленности (табл.5.4.2.).

**Таблица 5.4.2. - Поэтапная методика распределения прибыли предприятий в промышленности**

Этапы:	Содержание:	Инструментарий:
1. Определение целей и приоритетов	Стратегия развития бизнеса, инвестиционная стратегия, сокращение, переориентация	SWOT-анализ, ABC-анализ, SNV-анализ и т.д.
2. Анализ рынка и конкурентной среды	Рентабельность, бизнеса, отрасли, конкурентов	SWOT-анализ, анализ эффективности основных и оборотных фондов и т.д.
3. Изучение факторов риска	Рыночные условия, макроэкономическая стабильность, развитие новых технологий, трендов	PEST-анализ, анализ чувствительности, безубыточности, дисконтирование и т.д.
4. Анализ интересов сторон	Экономический компромисс сторон (стейкхолдеры, персонал, государство, партнеры)	Рыночная стоимость и динамика акций компании, производительность труда и пр.
5. Разработка финансовых моделей	Плюрализм финансовых моделей оптимизации распределение прибыли	GAP-анализ, портфельный и сценарный методы анализа и т.д.
6. Оценка альтернатив	Финансовый расчет и обоснование выбора финансовой модели	Методика интегральной оценки, экспертный метод и пр.
7. Мониторинг и корректировка	Контроль и адаптация к изменениям среды	Финансовый контроль, надзор, аудит, встречный контроль и пр.

*Источник: составлено автором*

Факторы, влияющие на пропорции и эффективность использования прибыли весьма разнообразны и различна их степень влияния. Эти факторы можно разделить на две основные группы, внешние – совокупность внешних условий

деятельности предприятия; внутренние – внутренние особенности деятельности конкретного предприятия. Рассмотрим их в таблице 5.3.3.

**Таблица 5.4.3. - Факторы, влияющие на распределение прибыли предприятий в промышленности**

Внешние факторы	
Правовая база	определяет финансовые и процедурные вопросы, связанные с распределением прибыли, формирует приоритетность отдельных направлений использования прибыли, устанавливает отдельные нормативы использования прибыли и другие условия
Налоговая система	налоги и льготы имеют непосредственное влияние на объемы и последующее распределение прибыли
Среднерыночная норма прибыли на капитал	является критерием для принятия управленческих решений по формированию эффективных пропорций по распределению прибыли между фондами потребления и накопления
Доступность финансовых ресурсов	наличие альтернативных источников привлечения финансовых ресурсов на условиях более низкой стоимости, чем использование собственной прибыли дает возможность удовлетворять инвестиционные потребности и увеличивать долю прибыли, распределяемую между собственниками и работниками предприятия.
Темпы инфляции и макроэкономическая среда	при нестабильном развитии и высоком уровне инфляции снижается заинтересованность собственников предприятия в расширении деятельности предприятия и соответственно сокращается доля прибыли на реинвестирование
Внутренние факторы	
Уровень рентабельности предприятия	определяет возможности механизма использования прибыли, так как от уровня рентабельности предприятия зависит величина формируемой прибыли и соответственно пропорции её последующего распределения и использования
Наличие инвестиционной стратегии	необходимость разрабатывать и реализовывать инвестиционные проекты способствует росту капитализируемой части прибыли
Уровень развития предприятия	в зависимости от того, на какой стадии развития находится предприятие формируются пропорции и направления распределения его прибыли
Уровень риска деятельности предприятия	формирует необходимость расширения доли прибыли на формирование резервных и страховых фондов
Уровень коэффициента финансового левериджа	снижение рентабельности производства и объема использования заемного капитала при высоком показателе коэффициента финансового левериджа требует капитализации значительной части формируемой прибыли
Уровень концентрации управления	влияет на принятие управленческих решений при росте потребности в дополнительных финансовых ресурсах. Если собственников беспокоит потеря контроля над управлением предприятием при привлечении внешних инвестиций, то в процессе распределения возрастает доля капитализируемой прибыли
Численность персонала	высокие значения данного показателя повышают долю прибыли на потребление

Уровень текущей платежеспособности предприятия	в условиях низкого уровня платежеспособности и высокого объема финансовых обязательств, предприятие не имеет возможности увеличивать долю прибыли на потребление
--	--

*Источник: составлено автором*

В целом, рациональное использование прибыли предприятия должно основываться на следующих принципах:

- Величина прибыли, остающаяся в распоряжении предприятия после уплаты налогов, не должна снижать его заинтересованности в росте объема производства и улучшении результатов производственно–хозяйственной и финансовой деятельности.
- Величина прибыли, остающаяся в распоряжении предприятия, должна обеспечить формирование необходимых фондов для развития предприятия.
- Использование прибыли должно осуществляться в целях обеспечения дальнейшей максимизации полученной прибыли.
- Использование прибыли на предприятиях должно способствовать усилению материальной заинтересованности работников предприятия.
- Механизм использования прибыли должен способствовать расширению хозяйственной самостоятельности предприятий.
- Стратегия распределения прибыли должна обеспечивать цели предприятия даже в условиях ограниченности получаемой прибыли.
- Распределение прибыли должно осуществляться с учетом всех факторов в целях определения оптимального соотношения направлений использования прибыли.
- Стратегия инвестиционного маркетинга и стратегия распределения прибыли должны быть взаимообусловлены и дополнять друг друга.

Таким образом, использование ранее полученной прибыли предприятия является важной частью стратегии его развития, формирование его финансового состояния и развития его инвестиционной деятельности. Принято считать, что конечными результатами деятельности предприятия являются прибыль или убыток от его деятельности. Однако в зависимости от того, как и по каким направлениям

распределяется и используется полученная прибыль, на самом деле формируются конечные результаты деятельности предпринимательских структур и при неэффективном использовании, прибыль может потерять свое значение как прироста к вложенному капиталу и никак не отразиться на увеличении активов компании.

В целом, исследование комплексного механизма инвестиционного обеспечения промышленности позволило разработать стратегические приоритеты по его формированию, включающие развитие инвестиционного маркетинга как важного инструмента по привлечению инвестиций в промышленность в современных условиях; сформировать направления развития рынка ценных бумаг как обязательного условия формирования эффективного механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности; разработать рекомендации для совершенствования механизма распределения полученной прибыли предпринимательскими структурами для обеспечения устойчивого функционирования механизма инвестиционного обеспечения развития промышленности; разработать мероприятия по активизации предпринимательской и инвестиционной деятельности. В целом, реализация стратегических направлений формирования эффективного механизма инвестиционного обеспечения промышленности представляет собой комплексную систему, состоящую из совокупности субъектов, объектов, процессов и отношений инвестиционного характера, и обладающую способностью к воспроизводству и генерированию новых финансовых и инвестиционных ресурсов.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

### **А) Основные научные результаты диссертации**

1. Исследована роль инвестиций как инструмента по достижению экономического роста, а также доказано, что на протяжении всего периода оформившейся экономической науки у разных школ (классическая, кейнсианская и пр.) и при различных типах хозяйствования (рыночная, командно-административная) инвестиционная составляющая влияет на среднегодовые темпы роста ВВП. Это позволяет заключить, что и в современных отечественных условиях поставленные цели по индустриализации экономики невозможны без активизации процессов инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности, соответственно для достижения стратегических целей важнейшим приоритетом является формирование сбалансированной, научно-обоснованной, государственной инвестиционной политики [7-А; 20-А; 28-А].

2. На базе комплексного подхода к формированию механизма инвестиционного обеспечения развития промышленности, где важнейшая роль как регулятора и архитектора эффективной и оптимальной модели экономического развития, отводится государству, установлено, что необходимо создать предпосылки для активного развития инвестиционного процесса и реализовать конкретные мероприятия в рамках государственной инвестиционно-промышленной политики, которая станет толчком для пересмотра действующего законодательства и принятия более широкого спектра льгот для привлечения капитала, а также выработки специальных программ, стратегий и механизмов для направления инвестиционных потоков в приоритетные отрасли экономики страны [3-А; 11-А].

3. Учитывая, современные реалии и стратегические цели отечественной экономики, а также представленный мировой опыт формирования системы принципов интегральной оценки инвестиционного механизма, можно сделать вывод, что она должна носить сквозной характер и учитывать множество как общих, так и специфических конъюнктурных моментов, которые позволят

провести обширную финансово-экономическую оценку, как деятельности предпринимательского субъекта, так и определить инвестиционную привлекательность региона. Интегральная оценка механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур должна быть ориентирована на всесторонний анализ факторов и условий, влияющих на результативность инвестиционных процессов с целью выявления проблем и формирования инвестиционной политики по повышению эффективности инвестиций. [8-А; 21-А].

4. Главной целью финансово-экономического анализа и оценки инвестиционной деятельности является определение возможности для получения и «качества» потенциальной прибыли инвесторами и другими заинтересованными участниками. Именно такой подход является как экономически обоснованным и отражает реализацию рыночных законов и принципов, так и определяет предпосылки для формирования и функционирования инвестиционного механизма в дальнейшем. При этом стоит отметить, несмотря на то, что исходным моментом при оценке и принятии решения о вложении инвестиций является потенциальная прибыль инвестиционного проекта, новейшая история с присущими современности трендами диктует свои коррективы при реализации инвестиционных проектов. Это может возникать как вследствие объективной перестройки, когда поставленные государствами экологические, социально-преобразующие, а иногда и политические приоритеты развития смещают экономический интерес инвесторов с первых позиций. Но как было уже отмечено, именно прибыль является источником инвестиций, именно процессы ее реинвестирования делают возможным налаживание инвестиционного обеспечения в форме функционирующего механизма [13-А; 19-А; 23-А].

5. Установлено, что экономическая категория «инвестиционный климат» неразрывно связана с понятием «предпринимательская среда». Об этом свидетельствуют и зарубежные подходы к оценке инвестиционного климата и сама содержательно-процессуальная характеристика обоих понятий. Как невозможно предпринимательство без инвестиций, так и инвестиции носят предпринимательское начало. При разработке национальной методологии оценки

инвестиционного климата следует исходить из детализированного анализа таких категорий как инвестиционный потенциал и инвестиционные риски. Оценка инвестиционного климата носит более широкий и глубокий характер, чем определение оценки инвестиционной привлекательности. В первом случае есть возможность выявления слабых сторон и проблем в деловой среде (и соответственно их последующее решение), в то время как акцентирование аспектов инвестиционной привлекательности решает цели только по одномоментному привлечению дополнительных вложений. Инвестиционный климат – это динамичная категория, характеризующая условия инвестиционной деятельности. Поэтому актуальна задача его мониторинга. Кроме того, следует осознавать, что многие условия благоприятного инвестиционного климата не могут быть созданы одномоментно. Эффективный подход в этом отношении предполагает поэтапное и перманентное содействие в улучшении среды, и в этом контексте, опять же возникает необходимость постоянного мониторинга. Перманентная актуальность совершенствования инвестиционной среды должна исходить из понимания, что инвестиционный климат – это макроэкономическая категория, состоящая из множества подсистем национальной экономической системы, которая в условиях грамотного регулирования способствует максимально эффективной реализации хозяйственных процессов и отношений, оптимизации ресурсного потенциала, формированию рациональных парадигм, инновационному и устойчивому экономическому росту. Следовательно, и подход для реализации благоприятного инвестиционного климата должен носить постоянный и комплексный характер [9-А; 15-А; 23-А].

6. Макроэкономическая конъюнктура национальной экономики имеет непосредственное отношение к активизации инвестиционных процессов, в частности это подтверждается устойчивой связью между уровнем инфляции и объемам инвестиций в экономику, соответственно, регулирование экономики посредством макроэкономических инструментов и показателей (инфляция, ключевая ставка) может способствовать развитию инвестиционной деятельности в экономике страны. Реализация государственных инвестиционных проектов в



стране направлена на достижение стратегических целей государства, обозначенных в СНР Таджикистана – 2030, а также тематика государственных инвестиционных проектов имеет выраженную привязанность к Целям устойчивого развития, естественно, это предопределено как с важностью самой Повестки устойчивого развития, так и с лояльностью международных доноров к финансированию импакт-проектов. На основе этого можно заключить, что при разработке как отраслевых стратегий развития промышленности, так бизнес-планов частным сектором необходимо учесть Цели устойчивого развития, что в свою очередь, может способствовать расширению круга потенциальных инвесторов. Инвестиционную активность по регионам пока нельзя назвать сбалансированной и основными центрами привлечения инвестиций, традиционно, остаются г. Душанбе, Хатлонская область и Согдийская область соответственно. Поступления по иностранным инвестициям слабо диверсифицированы, и этот тренд имеет все основания сохраниться в среднесрочной перспективе, что может негативно отразиться на обеспечении качественного экономического роста отечественной экономики. В связи с этим, необходимо создать условия для формирования механизма инвестиционного обеспечения, а также вести оперативные расчеты по мониторингу зависимости экономического роста страны от инвестиций одного инвестора. Для этого необходимо создать благоприятную предпринимательскую и инвестиционную среду, активизировать деятельность институтов поддержки, укрепить механизмы аккумулирования внутренних инвестиций и ресурсов, усилить налоговую поддержку реинвестиционных процессов в промышленности, усилить процессы оценки эффективности инвестиционных проектов и их обоснования для избегания зависимости от одного крупного инвестора. [1-А; 26-А].

7. Анализ количественных показателей развития промышленности и инвестиционных процессов свидетельствуют о росте числа промышленных предприятий (30%), объема промышленной продукции (в 2 раза), капитальные вложения в промышленность (в 1,5 раза), доля промышленного сектора в ВВП возросла с 15% в 2015 году до 23,8 % в 2021 году. При этом оценка развития на

основе качественных показателей выявила незначительное влияние количественного роста на эффективность развития отрасли. Средние значения роста по ним составляют не более чем в 2 раза. Показатели инвестиционной эластичности демонстрируют неадекватные значения, позволяющие заключить наличие серьезных системных проблем в отрасли. В отраслевом разрезе анализ развития промышленности и инвестиционной деятельности выявляет резкое снижение капиталовложений по всем секторам промышленности в период с 2020 года. В целом, лидером отрасли по привлечению инвестиций в основной капитал является энергетика, которая за исследуемый период привлекла 68,6% от общего объема капитальных вложений, приходящихся на промышленность, далее следуют обрабатывающая и добывающая промышленность с 21,4% и 10% соответственно. При этом наибольшее число промышленных предприятий приходится на обрабатывающую отрасль промышленности. Доля частного сектора как в промышленном производстве, так и инвестиционной вовлеченности в развитие промышленности занимает преобладающее положение. Производство промышленной продукции в частном секторе превышает государственный сектор более чем в 10 раз, а инвестиции в отрасль со стороны частного сектора составляют порядка 60% от общих капиталовложений в промышленность. В исследуемом периоде замечена тенденция к сокращению доли иностранных инвесторов в развитии отрасли, при этом часть сокращения притока иностранных инвестиций возмещается более активной вовлеченностью отечественного бизнеса в инвестиционной деятельности. Так, в 2015 году доля иностранных инвестиций в общем объеме капиталовложений в промышленность составляла 36,7% к 29,1% в 2022 году. Неадекватные результаты по расчету качественных показателей позволяют заключить наличие высокого уровня теневой экономики и наличие системных проблем, сильную волатильность внутренних экономических процессов от экзогенного влияния, а также выявлено несовершенство методологии сбора и обработки статистических данных по исследуемой тематике. Это в свою очередь предопределяет необходимость формирования механизма

инвестиционного обеспечения развития промышленности с учетом выделенных проблем [1-А; 20-А; 23-А; 24-А].

8. На основе корреляционно-регрессионного анализа выявлены ряд факторов, имеющих тесную взаимосвязь с инвестициями в экономику. Изучение и регулирование данных факторов позволит оказать непосредственное воздействие на активизацию инвестиционной деятельности. Формирование стимулов для роста доходов и расходов населения может оказывать позитивное воздействие на привлечение инвестиций как за счет формирования платежеспособного спроса, так и посредством формирования сбережений. Определяя значение иностранных инвестиций, как одного из важнейших направлений финансовой поддержки экономики, следует ясно понимать, что это не средство решения финансовых проблем того или иного государства и мы придерживаемся мнения, что государство, в первую очередь, должно строить свою экономическую политику на выявлении и «прозрачном» использовании собственных резервов роста, а не ориентироваться на то, кто, когда и при каких условиях будет инвестировать в отечественную экономику. В открытой экономике часто наблюдается стабильная взаимосвязь между импортом и инвестициями, которая наблюдается и в отечественной экономике. Однако в контексте промышленного развития нашей экономики такая связь может иметь серьезные последствия из чего следует необходимость пристально изучения модернизации отрасли. Промышленная политика страны должна активно воздействовать на развитие отраслей машиностроения в целях избегания негативных последствий от импорта капитала, а также связи импорта и иностранных инвестиций, которые как известно, также вызывают рост импорта. Позитивной характеристикой активизации инвестиционной деятельности можем идентифицировать наличие положительной корреляции между капитальными вложениями и ростом производительности труда в промышленности. Прогноз роста капитальных вложений в современных условиях функционирования хозяйствующих субъектов оценивается нами как недостаточный, что предполагает необходимость разработки

диверсифицированного механизма инвестиционного обеспечения развития предпринимательских структур в промышленности [1-А; 3-А; 10-А].

9. Доказано, что главная функция рынка ценных бумаг, как аккумулятивное финансово-ресурсное, расширение возможностей доступа к ним и их эффективное размещение не исполняется. Учитывая системные эффекты, возникающие в результате развития рынка ценных бумаг, к которым можно отнести механизм рыночной оценки стоимости предприятий, возможности по эффективной приватизации и передаче прав собственности на предприятия, развитие корпоративных форм ведения бизнеса и повышение экономической активности общества, повышение прозрачности результатов деятельности предпринимательских структур, укрепление и рост уровня финансовой и инвестиционной грамотности как среди гражданского общества, так и среди предпринимателей, индикативная оценка состояния национальной экономики и содействие в экономическом росте, необходимо усилить внимание на решении проблем, препятствующих развитию отечественного рынка ценных бумаг в контексте стратегического ориентира формирования комплексного механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности [13-А; 17-А; 25-А; 29-А].

#### **Б) Рекомендации по практическому использованию результатов**

1. Обосновано, что формирование эффективной инвестиционно-промышленной политики является необходимым условием для достижения целей по ускоренной индустриализации страны и должна охватывать мероприятия по стимулированию предпринимательской активности, облегчению доступа к инвестициям и финансовым ресурсам, а также предоставлению отраслям промышленности широкого спектра организационных и экономических льгот, а разработка концептуальных основ инвестиционно-промышленной государственной политики в Республике Таджикистан должна охватывать следующие основные положения:

✓ синхронизировать промышленную политику с финансовым и инвестиционным обеспечением реализации мероприятий по промышленному развитию;

✓ способствовать развитию и решению проблем с формированием благоприятной предпринимательской среды в промышленности;

✓ согласовать разработку и реализацию инвестиционно-промышленной политики с научной базой, нормативно-правовой базой, государственными органами и институтами, и инвестиционным механизмом (финансовые источники);

✓ обеспечить вовлеченность всех участников, функционирующих в экономическом пространстве;

✓ применение принципов при разработке и реализации инвестиционно-промышленной политики должны соответствовать алгоритму, при котором выявляется конкретная проблема или узкое место и специально для него подбирается целевой принцип и неукоснительное следование этим принципам, иначе все цели, задачи, меры поддержки и эффекты будут носить исключительно номинальный характер [3-А; 22-А].

2. Для развития механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности механизм государственно-частного партнерства может открыть дополнительные резервы для прогрессивного роста. В связи с этим предлагаем нивелировать следующие слабые стороны:

✓ длительные процедуры планирования по сравнению с бюджетным финансированием;

✓ трудности в определении долгосрочных перспектив из-за резкого изменения рыночного состояния;

✓ наличие ограничения на реализацию проектов государственно-частного партнерства в некоторых сферах;

✓ сложности в привлечении инвестиций для крупных проектов;

✓ ограниченный доступ к средствам финансирования для реализации инфраструктурных проектов;

✓ противоречия в нормативно-правовых актах, регулирующих сферу государственно-частного партнерства и потребность в их совершенствовании [6-А; 24-А].

3. Доказано, что диверсификация источников инвестиционного обеспечения является важным направлением для развития национальной экономики, поскольку открывает более широкие возможности для привлечения финансирования предпринимательских инициатив, однако формирование диверсифицированного механизма инвестиционного обеспечения требует решения ряда проблем, связанных со стабильным финансированием, благоприятным инвестиционным климатом, развитием человеческого капитала, повышением правовой и институциональной стабильности, а также укреплением сотрудничества между всеми участниками инвестиционного процесса. Без решения следующих проблем невозможно его функционирование: слабая нормативно-правовая база, которая несмотря на многолетние усилия еще не нашла должного развития; макроэкономическая нестабильность; высокая внешняя зависимость; высокие процентные ставки; слабая конкурентная среда; слабая энергетическая и транспортная инфраструктура; неэффективный государственный сектор в экономике; недостаточное развитие финансового посредничества и современных цифровых технологий; низкий уровень инновационной активности; слабо развитый рынок ценных бумаг являются основными вызовами для развития эффективного механизма инвестиционного обеспечения [2-А; 23-А; 29-А].

4. Установлено, что рынок ценных бумаг Таджикистана требует значительных реформ, которые должны быть обусловлены политической волей и разработаны профессионалами высокого уровня с учетом передового международного опыта, в результате чего в отечественной экономике можно добиться значительного прогресса в развитии внутреннего рынка капитала и обеспечить формирование эффективного и комплексного механизма инвестиционного обеспечения. Для этого рекомендуем:

✓ Перенести первичную и вторичную торговлю, а также расчеты по государственным облигациям на фондовую биржу.

✓ Упорядочить и расширить налоговые льготы таким образом, чтобы они работали как для инвесторов, так и для эмитентов.

✓ Улучшить пост-трейдинговую инфраструктуру рынка заемного капитала в Таджикистане.

✓ Рекомендуется упростить процесс эмиссии ценных бумаг, обеспечив их выпуск в одном месте.

✓ Развивать рынок местных государственных облигаций и иметь кривую доходности в местной валюте, которая может быть использована в качестве ориентира для эмитентов корпоративных облигаций.

✓ Рекомендуется провести приватизацию оставшихся государственных компаний и банков через IPO на ЦАФБ.

✓ Развивать базу институциональных и розничных инвесторов на внутреннем рынке посредством повышения финансовой грамотности населения, информационного освещения, проведения успешных IPO.

✓ Усилить деятельность по привлечению иностранных институциональных инвесторов путем установления кастодиальных связей с международными депозитариями, а также с глобальными кастодиальными банками для этого потребуется улучшить законодательную базу и модернизировать инфраструктуру рынка капитала [17-А; 31-А; 32-А].

5. Предложены мероприятия по совершенствованию механизма использования ранее полученной прибыли предприятиями в рамках стратегии его развития, формирование его финансового состояния и развития его инвестиционной деятельности. Установлено наличие стойкого и обратного влияния налоговой нагрузки на промышленное производство, обосновывающего реализацию мер по совершенствованию налоговой политики как эффективного инструмента форсирования процессов индустриализации национальной экономики, предусматривающих повышение финансовой и налоговой грамотности, диверсификации доходов государственного бюджета, применение практики регрессивного налогообложения и оптимизации налогового ассортимента и налоговых стимулов. Развитие процессов реинвестирования на

промышленных предприятиях является важной составляющей формирования эффективного механизма инвестиционного обеспечения [10-А; 27-А; 30-А].

6. Предложены стратегические приоритеты формирования эффективного механизма инвестиционного обеспечения промышленности как необходимых условий для достижения целей по ускоренной индустриализации страны, и которые должны охватывать мероприятия по стимулированию предпринимательской активности, облегчению доступа к инвестициям и финансовым ресурсам, а также предоставлению отраслям промышленности широкого спектра организационных и экономических льгот. Для этого предложены конкретные мероприятия по основным блокам:

✓ Популяризация предпринимательской деятельности как формы экономической активности предполагает создание благоприятной предпринимательской среды на основе активной институциональной поддержки предпринимательства. Повышение общей финансовой грамотности населения как направление для закладки основ рационального экономического поведения населения в долгосрочной перспективе, формирования предпринимательской и инвестиционной культуры, а также вовлечения сбережений населения в реальный экономический оборот.

✓ Диверсификация источников инвестиционного обеспечения и финансирования предпринимательской деятельности предполагает разработку комплексного механизма для расширения возможностей по привлечению капитала в экономику и особенно в промышленность.

✓ Законодательное закрепление приоритета и признание особого статуса промышленного сектора на основе разработки специфических содействующих режимов развития на основе широкого применения инструментов поддержки [2-А; 3-А; 11-А; 13-А; 15-А].



## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

### Нормативно-правовые акты

1. Закон Республики Таджикистан «Об инвестициях» от 3 августа 2018 года, № 1547// Ахбори Маджлиси Оли Республики Таджикистан, 2016 г., №196.
2. Закон Республики Таджикистан «О государственной промышленной политике» от 30 мая 2017 года, №1415 // Ахбори Маджлиси Оли Республики Таджикистан, 2017 г., №5, ч. 1, ст. 272.
3. Закон Республики Таджикистан «О государственно-частном партнерстве» от 28 декабря 2012 года, № 907// Ахбори Маджлиси Оли Республики Таджикистан, 2012 г., №439.
4. Закон Республики Таджикистан «О государственном бюджете Республики Таджикистан на 2019 год» от 23 ноября 2018 года, №1216 // Ахбори Маджлиси Намояндагон Республики Таджикистан, 2018 г., №1216.
5. Бюллетень Национального банка Республики Таджикистан №12 (329) [Текст]. – Душанбе – 2022.
6. Внешне–экономическая деятельность Республики Таджикистан // Статистический сборник. Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан [Текст]. – Душанбе. – 2021. – 592с.
7. Концепция государственной политики привлечения и защиты инвестиций Республики Таджикистан [Текст]. – Душанбе. – 2012. – 32с.
8. Меры экономической политики в обеспечении стратегических целей страны по ускоренной индустриализации: итоговый доклад / [Текст]. – Душанбе – 2022. – 158с.
9. Министерство экономического развития и торговли Республики Таджикистан // Экономика Таджикистана: стратегия развития [Текст]. – Душанбе – 2008. – С. 16.
10. Министерство экономического развития и торговли Республики Таджикистан // Экономика Таджикистана: стратегия развития [Текст]. – Душанбе – 2023. – С.45.

11. Национальная стратегия развития Республики Таджикистан на период до 2030 года [Текст]. – Душанбе: Шарки озоd. – 2016. – 121с.
12. Налоговый кодекс Республики Таджикистан [Текст]. – Душанбе: Шарки озоd. – 2019. – 237с.
13. Послание Основателя мира и национального единства - Лидера нации, Президента Республики Таджикистан Эмомали Рахмона Маджлиси Оли Республики Таджикистан. г. Душанбе. 21.12.2021. [Текст]. – Душанбе – 2021.
14. Программа среднесрочного развития Республики Таджикистан на 2021-2025 [Текст]. – Душанбе – 2016. – 237с.
15. Программа развития государственно-частного партнерства в Республике Таджикистан на период до 2030 года [Текст]. – Душанбе – 2023. – 22с.
16. Программа ускоренной индустриализации Республики Таджикистан на 2020-2025 годы [Текст]. – Душанбе – 2020. – 103с.
17. Промышленность Республики Таджикистан: 30 лет государственной независимости // Статистический сборник. Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан [Текст]. – Душанбе – 2021. – 173с.
18. Промышленность Республики Таджикистан // Статистический сборник [Текст]. – Душанбе – 2023. – 90с.
19. Рынок ценных бумаг Республики Таджикистан: диагностическое исследование [Текст]. – Душанбе – 2023. – 64 с.
20. Стратегия развития промышленности Республики Таджикистан на период до 2030 года [Текст]. – Душанбе – 2018. – 40 с.
21. Статистический ежегодник Республики Таджикистан. Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан [Текст]. – Душанбе – 2019. – 478с.
22. Статистический ежегодник Республики Таджикистан. Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан [Текст]. – Душанбе – 2023. – 410с.

23. Строительство в Республике Таджикистан // Статистический сборник. Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан [Текст]. – Душанбе – 2023. – 66с.

24. Таджикистан: 30 лет государственной независимости // Статистический сборник. Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан [Текст]. – Душанбе – 2021. – 702с.

### **Монографии, учебники, учебные пособия**

25. Абель Э., Бернанке Б. Макроэкономика. Монография / Э. Абель, Б. Бернанке. – СПб.: Питер, 2008. – 768с.

26. Абрамов А.Г. Основы анализа финансовой, хозяйственной и инвестиционной деятельности предприятия. Монография / А.Г. Абрамов – М.: АКДИ «Экономика и жизнь», 1994. – 126с.

27. Акулов В.Б. Кейнсианская модель макроэкономического регулирования. Монография / В.Б. Акулов – СПб.: Изд-во Санкт-Петербург, 1993. 155с.

28. Александров А.А. Предприятия с иностранными инвестициями. Монография / А.А. Александров – М.: Изд-во «Приор», 1997. – 117с.

29. Амосов А.И. Структурные преобразования в экономике: факторы, тенденции, институты. Монография / А.И. Амосов – М.: Изд-во Инта экономики, 2008. – 35с.

30. Асаул А.Н., Капаров Б.М., Перевязкин В.Б., Старовойтов М.К. Модернизация экономики на основе технологических инноваций. Монография / А.Н. Асаул, В.М. Капаров, В.Б. Перевязкин, М.К. Старовойтов – СПб: АНО ИПЭВ, 2008. – 606с.

31. Бережной В. И. Математические методы моделирования экономических систем [Текст]: учебник. // В.И. Бережной. М.: Финансы и статистика, 2006. – 450с.

32. Беренс В., Хавранек П. Руководство по оценке эффективности инвестиций. [Текст] // Беренс В., Хавранек П. – М.: АОЗТ «Интерэкспорт»; «Инфра-М», – 300с.

33. Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов [Текст] /Пер. с англ. под ред. И. П. Белых. М.: Банки и биржи; ЮНИТИ, 1997. – 631с.
34. Бирюков В.В., Бирюкова В.В. Развитие предпринимательства и хозяйственные изменения в российской промышленности. Монография. / В.В. Бирюков, В.В. Бирюкова – Омск: СибАДИ, 2010. – 260 с.
35. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент. [Текст]: учебник. // И.А. Бланк. Киев: МП «ИТЕМ» ЛТД, «Юнайтед Лондон Трейд Лимитед», 1995. – 448с.
36. Бланк И.А. Управление использованием капитала [Текст]: учебник. // И.А.Бланк. К.: Ника– центр, 2000. – С. 65.
37. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе [Текст]: учебник // М. Блауг. М.: Дело ЛТД, 1994. – 720с.
38. Варнавский В.Г. Партнерство государства и частного сектора: формы, проекты, риски. Монография // В.Г. Варнавский. М.: Наука, 2005. С. 28– 32.
39. Виленский П.И., Лившиц В.Н., Орлова Е.Р. и др. Оценка эффективности инвестиционных проектов [Текст]: учебник // П.И. Виленский, В.Н. Лившиц и др. М.: Дело, 1998. – 248с.
40. Гитман Л.Жд., Джонк М.Д. Основы инвестирования [Текст]: учебник // Гитман Л.Жд., Джонк М.Д. М.: Дело, 1997. – 1008 с.
41. Глазунов В.Н. Финансовый анализ и оценка риска реальных инвестиций [Текст]: учебник // В.Н. Глазунов. М.: Финстатинформ, 1997, – 135 с.
42. Гловели Г.Д. История экономических учений [Текст]: учебник // Г.Гловели. М.: Юрайт, 2013. – 777с.
43. Государственное регулирование экономики /Под ред. И.Е.Рисина. М.: КРОНУС, 2014. – 240с.
44. Гуськова Н.Д. Инвестиционная деятельность: федеральный и региональный аспекты. Монография / Н.Д. Гуськова. Саранск: Изд– во Мордов. ун– та, 2000. – 132с.
45. Гуськова Н.Д., Коваленко Е.Г., Кормишкина Л.А. и др. Программно– целевое регулирование социально– экономического развития регионов.

Монография / Н.Д. Гуськова, Е.Г. Коваленко, Л.А. Коваленко. Саранск: Изд-во Мордов. ун-та, 1999. – 140с.

46. Дроботова О.О. Оценка эффективности инвестиционных проектов. Монография / О.О. Дроботова. ВолгГТУ. 2019. – С. 152.

47. Есипов В. Е. Коммерческая оценка инвестиций [Текст]: учебное пособие// В.Е. Есипов. М.: КноРус, 2011. – 704с.

48. Инвестиции и инвестиционная деятельность организаций: учебное пособие /Под общ. ред. д-ра экон. наук, проф. Т. К. Руткаускас. – Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2019. – 316 с.

49. Касьяненко Т.Г. Экономическая оценка инвестиций. Монография /Т.Г. Касьяненко, Г.А. Маховикова. – М: Издательство Юрайт, 2014. – 559 с.

50. Каюмов Н.К., Умаров Х.У. Глобализация экономики и внешне-экономические связи Таджикистана. Монография / Н.К. Каюмов, Х.У. Умаров – Душанбе: Деваштич, 2005.

51. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. Монография //Антология экономической классики: В 2 т. М., 1992. Т..2. – 485с.

52. Кенэ Ф. Экономическая таблица. Пер. с англ. – М.: Дело, 2008.

53. Комилов С.Дж., Гафаров Ф.М. Инвестиционный потенциал региона: теория формирования и пути развития. Монография / С.Дж. Комилов, Ф.М. Гафаров – Душанбе: «Ирфон», 2017. – 215с.

54. Комилов С.Дж., Файзулов М. Основы развития инвестиционной деятельности предприятия. Монография. / С.Дж. Комилов, М. Файзулов – Душанбе: – издательство «Инфор», 2004. – 168с.

55. Комилов С. Дж. Шаидарвозова М.С. Вопросы стимулирования привлечения иностранных инвестиций в экономику Таджикистана Монография / С.Дж. Комилов, М.С. Шаидарвозов – Душанбе: Экономист, 2005. – 216с.

56. Крейнина М.Н Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле [Текст] / И.Н. Крейнина. – М.: Дело и Сервис, 2005. – 256с.

57. Крылов Э.И., Власова В.М., Егорова М.Г. /Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия [Текст] / Э.И. Крылов, В.М. Власова, М.Г. Егорова. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 192с.
58. Крылов Э.И., Власова В.М., Чеснокова В.В. Основные принципы оценки эффективности инвестиционного проекта: учебное пособие [Текст] / Э.И. Крылов, В.М. Власова, В.В. Чеснокова. – СПбГУАП. СПб., 2003. – 28с.
59. Кудратов Р.Р. Инвестиция – основа повышения эффективности сельскохозяйственного производства. Монография / Р.Р. Кудратов. Душанбе: «Статус». 2005. – 138с.
60. Кудров В.М. Советская экономика в ретроспективе: опыт переосмысления [Текст] / В.М. Кудров. М.: Наука, 1997. – 304с.
61. Майнбурд Е.М. Введение в историю экономической мысли. От пророков до профессоров [Текст] / Е.М. Майнбурд. – М.: Дело, 1996. – 450с.
62. Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика: В 2 т. [Текст] / Макконнелл К.Р., Брю С.Л. – М.: Республика, 1992. Т. 1. – 399с.
63. Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика: В 2 т. [Текст] / Макконнелл К.Р., Брю С.Л. – М.: Республика, 1992. Т. 2. – 400с.
64. Мансурова, Т.Г., Абдуллина. Э.И. Государственное регулирование экономики / Т.Г. Мансурова, Э.И. Абдуллина. Издательско– полиграфический центр Набережно–челнинского института (филиала) К(П)ФУ, 2014. – 124 с.
65. Марголин А.М., Быстряков А.Я. Экономическая оценка инвестиций. [Текст] / А.М. Марголина, А.Я. Быстрякова. – М.:2001, – С. 35.
66. Маркс К. Капитал. т. II. [Текст] / К. Маркс. – М.: Изд– во политической литературы, 1969. – 648с.
67. Маршалл А. Принципы экономической науки: В 2 т. [Текст] / А. Маршалл. – М.: Изд. группа «Прогресс», 1993. Т. 2. – 310с.
68. Методические рекомендации, по оценке эффективности инвестиционных проектов. Утверждены: Министерством экономики РФ, Министерством финансов РФ, Государственным комитетом РФ по строительной, архитектурной и жилищной

политике. № ВК 477 от 21.06.1999 г./ В. В. Коссов, В. Н. Лившиц, А. Г. Шахназаров. – 2е изд., испр. и доп. – М.: Экономика, 2000. – 421с.

69. Меркулов Я.С. Организация и финансирование инвестиций. / [Текст] учебник. – М.: Инфра– М, 2001. – С.37.

70. Милль Дж. С. Основы политической экономии с некоторыми приложениями их к социальной философии. [Текст] / Дж. Милль. – М.: Экономика, 1993. – 337с.

71. Никонова Т.В., Гаптельхаков М.Р., Гильфанов Д.Р. Состояние и проблемы инвестиционной привлекательности региона на примере Республики Татарстан. Монография / Т.В. Никонова, М.Р.Гаптельхаков, Д.Р. Гильфанов – Информационный издательский учебно–научный центр "Стратегия будущего", 2017. – С. 157–160.

72. Правовое обеспечение экономических реформ: инвестиции [Текст] /Отв. ред. Я.И. Кузьминов, В.Д. Мазаев. – М.: ГУВШЭ, 2000. – 76с.

73. Проблемы управления инвестиционными вопросами [Текст] / Под ред. Юрьева В.М. – Тамбов. Издательский дом ТГУ им. Г.Р. Державина, 2008. – 526с.

74. Розанов Д.А. Государственное регулирование национальной экономики [Текст] / Армавир.: ООО «Редакция газеты «Армавирский собеседник» подразделение Армавирская типография, 2018. – 92с.

75. Сабилов С.И., Кораблев М.М., Абдулганиев Ф.С. С 12 Оценка инвестиционных проектов муниципальных предприятий: учебное пособие / С.И. Сабилов, М.М. Кораблев, Ф.С. Абдулганиев – Казань: 2011 – 83с.

76. Самуэльсон П. Экономика: В 2 т. [Текст] / П. Самуэльсон. – М.: НПО «Алгон» ВНИСИ, 1992. Т. 2. – 415с.

77. Санто Б. Инновация как средство экономического развития. [Текст]. М.: Прогресс, 1990. – 296с.

78. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов //Антология экономической классики: В 2 т. М., 1991. Т. 1. – 474с.

79. Староверова Г.С. Экономическая оценка инвестиций: учебное пособие / Г.С. Староверова. – М.: КНОРУС, 2006. – 312с.

80. Топсахалова Ф. М– Г., Лепшокова Р. Р., Койчуева Д. А. Современное состояние и оценка эффективности использования инвестиционных ресурсов в аграрном секторе // Академия естествознания. Москва, 2009.
81. Тумусов Ф.С. Инвестиционный потенциал региона: теория, проблемы, практика. [Текст] / Ф.С. Тумусов. – М.: Экономика, 1999. – 272с.
82. Фишер П. Прямые иностранные инвестиции для России: стратегия возрождения промышленности. [Текст] / П. Фишер. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 512с.
83. Харрод Р. К теории экономической динамики. [Текст] / Р.Д. Харрод. – М.: Изд– во иностр. лит., 1959. – 263с.
84. Хачатуров Т.С., Львов Д.С. Типовая методика (основные положения) определения экономической эффективности использования в народном хозяйстве новой техники, изобретений, рационализаторских предложений. [Текст] / Т.С. Хачатуров, Д.С. Львов. – М.: Экономика, 1997. – 73с.
85. Хоналиев Н. Промышленность Таджикистана: современное состояние и перспективы развития. Монография / Н.Хоналиев. – Душанбе: Ирфон, 2007.
86. Цибульникова В.Ю. Государственное регулирование экономики. [Текст] / В.Ю. Цибульникова. – Томск: ЭльКонтент, 2014. – 156с.
87. Шаккум М.Л. Экономика России: от кризиса к стабильности и устойчивому росту. Монография. / М.Л. Шаккум. – М.: Глобус, 1999. – 216с.
88. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж. В. Инвестиции [Текст]: учебник / У.Ф. Шарп, Г.Дж. Александер, Дж. Бейли. М.: Инфра– М, 1997. XII. – 1024с.
89. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С. Методика финансового анализа [Текст]: учебник / А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин. М.: ИНФРА– М, 1996. – 1176с.
90. Экономическая теория [Текст]: учебник / Под ред. Добрынина А.И., Тарасевича Л.С. – СПб.: Изд. СПбГУЭФ, 2007. – 544с.
91. Экономические учения эпохи капитализма [Текст]: учебник / Политическая экономия. – Москва: Государственное издательство политической литературы, 1959. – 707с.



92. Юзович Л.И., Дягтерева С.А., Князева Е.Г. Инвестиции. [Текст]: учебник / Л.И. Юзович, С.А. Дягтерева, Е.Г. Князева. Екатеринбург: Изд-во Урал. Ун-та, 2016. – 543с.

#### Статьи и доклады

93. Абалкин Л. Экономические реалии и абстрактные схемы (о концептуальных основах монетаристской программы финансовой стабилизации) [Текст] / Л. Абалкин // Вопросы экономики. 1996. – №2. – С. 4 - 19.

94. Абзалбек Г.А. Методы и источники финансирования инвестиционных программ развития регионов [Текст] / Г.А. Абзалбек // Экономика Центральной Азии. 2022. – Том 6. – № 1. – С. 89-96.

95. Аблицова Д.В. Кейнсианский подход к определению инвестиций [Текст] / Д.В. Аблицова // Наука и современность. 2011. – №9– 2. С. 166– 169.

96. Акулич М. Инвестиционный маркетинг – выход на новый уровень бизнеса [Текст] / М.Акулич // Маркетинг: идеи и технологии. 2015. – №11. -д С.33– 43.

97. Альтудов Ю.К., Шидов А.Х., Батова Б.З., Мамбетова Ф.М. Повышение инвестиционной активности и наращивание инновационных ресурсов малого и среднего бизнеса в условиях обеспечения государственными закупками и развитием льготного кредитования [Текст] / Ю.К. Альтудов // Фундаментальные исследования. 2017. – №11. – С. 355-359.

98. Андрианов В.Д. Иностраный капитал в экономике России [Текст] / В.Д. Андрианов // ЭКО. 1999. – № 11. – С. 2–15.

99. Анисимов Е.Г., Сауренко Т.Н. Интегральный показатель экономической эффективности инвестиционных проектов [Текст] / Е.Г. Анисимов, Т.Н. Сауренко // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2012. – №5 (44). – С. 9 - 12.

100. Архипов А., Баткилина Г., Калинин В. Государство и малый бизнес: финансирование, кредитование и налогообложение // Вопр. экономики. 1997. – № 4. – С. 141 - 151.

101. Балашова О.Ю. Особенности формирования теории занятости населения в индустриальный период развития // Современные проблемы науки и образования. – 2013. – №5.

102. Арасланова Э., Лившиц В. Принципы оценки эффективности инвестиционных проектов [Текст] / Э. Арасланова // Инвестиции в России. 1995. – №2. – С. 32-35.

103. Афанасьев А.А. Теоретико-методологические основы промышленной политики в представлении ведущих экономических научных школ [Текст] / А.А. Афанасьев // Экономика, предпринимательство и право. 2022. – Том 12. – № 12. – С. 3299-3316.

104. Балашова О.Ю. Особенности формирования теории занятости населения в индустриальный период развития [Текст] / О.Ю. Балашова // Современные проблемы науки и образования. 2013. – №5.

105. Батяева А. Масштабы неинвестирования российской промышленности [Текст] / А. Батяева // Вопр. экономики. 1999. – № 10. С. 85-104.

106. Безруков В., Матросова Е. Приоритеты развития экономики и его условия [Текст] / В. Безруков, Е. Матросова // Экономист. 1999. – № 9. С. 17-22.

107. Белова С., Волкова Н., Позднякова Е. Амортизационная политика в переходной экономике [Текст] / С. Белова, Н. Волкова, Е. Позднякова // Экономист. 1998. – № 12. – С. 21-32.

108. Бердникова Д.А. Закон Сэя и проблема определения абсолютных цен в модели Вальраса [Текст] / Д.А. Бердникова // Международный студенческий научный вестник. 2016. – № 2.

109. Блохина Т. Рынок институциональных инвестиций: состояние и перспективы [Текст] / Т. Блохина // Вопр. экономики. 2000. – № 1. – С. 156-160.

110. Бобылев Ю. Промышленный спад и структура производства [Текст] / Ю. Бобылев // Экономист. – № 12. – С. 22-31.

111. Болдырев Д.С. Генезис и развитие инвестиционной теории как одной из передовых экономических наук XX в [Текст] / Д.С. Болдырев // Экономический анализ: теория и практика. 2013. – № 13 (316).

112. Бублик В. Инвестиционный имидж России: между прошлым и будущим [Текст] / В. Бублик // Хозяйство и право. 1996. – №4. С. 25-30.
113. Буткевич В. Инвестиции в реальном измерении [Текст] / В. Буткевич // Экономика и жизнь. 1999. – № 21. – С. 3-7.
114. Валовой Д. О причинах рекордного кризиса российской экономики и путях его преодоления [Текст] / Д. Валовой // Проблемы теории и практики управления. 1997. – № 2. – С. 52-58.
115. Водянов А. Инвестиционный кризис: последствия и пути преодоления [Текст] / А. Водянов // Экономист. 1998. – № 5. – С. 21-30.
116. Водянов А. Новые инструменты государственного регулирования инвестиций [Текст] / А. Водянов // Проблемы теории и практики управления. 1996. – № 5. – С. 96.
117. Водянов А., Гаврилова О. Налоговые инструменты восстановления инвестиций в реальном секторе российской экономики [Текст] / А. Водянов, О. Гаврилова // Проблемы теории и практики управления. 1999. – № 6. – С. 54-58.
118. Волков В. 1998 год: экономика и социальная деятельность [Текст] / В. Волков // Экономист. 1998. – № 12. – С. 3-13.
119. Володин А.И., Губарев Р.В., Дзюба Е.И., Тюленев Ю.В., Файзуллин Ф.С., Янгиров А.В. Повышение эффективности инвестиционно-промышленной политики России [Текст] / А.И. Володин, Р.В. Губарев, Е.И. Дзюба, Ю.В. Тюленев, Ф.С. Файзуллин, А.В. Янгиров // Экономика и математические методы. 2020. – Том 56. – № 1. – С. 54-66.
120. Волчков А.А. Проблемы оживления российского инвестиционного рынка [Текст] / А.А. Волчков // Бизнес и банки. 1999. – № 12.
121. Вольский А. Инновационный фактор обеспечения устойчивого экономического развития [Текст] / А. Вольский // Вопр. экономики. 1999. – № 1. – С. 4-12.
122. Герсонская И.В. Развитие научных теорий государственного регулирования экономики [Текст] / И.В. Герсонская // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2019. – Том 9. – № 4А. – С. 511-516.

123. Глазьев С. Основы обеспечения экономической безопасности страны: альтернативный реформационный курс [Текст] / С. Глазьев // РЭЖ. 1997. – № 1. – С. 3-18.

124. Глазьев С. Управление развитием – фактор устойчивого экономического роста [Текст] / С. Глазьев // Проблемы теории и практики управления. 1999. – № 4. – С. 26-35.

125. Глисин Ф. Инвестиционная деятельность промышленности в 1999 году [Текст] / Ф. Глисин // Инвестиции в России. 2000. – № 2. – С. 34-38.

126. Глушечевская Ю., Старикова Л. Исследование финансовых потоков в российской экономике [Текст] / Ю. Глушечевская, Л. Старикова // Вопр. экономики. 1997. – № 12. – С. 117-131.

127. Гордонов М. Формирование и использование амортизационных средств в промышленности [Текст] / М. Гордонов // Экономист. 2000. – № 6. – С. 41-43.

128. Горчакова Е.В., Светловская Л.В. Государственно-частное партнерство в промышленной политике России [Текст] / Е.В. Горчакова, Л.В. Светловская // Вестник СамГУ. 2013. – № 10 (111).

129. Грачик М.Е. Влияние инвестиций в человеческий капитал на экономический рост предприятия и проблемы управления человеческими ресурсами [Текст] / М.Е. Грачик // ТДР. 2011. – № 2.

130. Грицына В., Курышева И. Особенности инвестиционного процесса [Текст] / В. Грицына, И. Курышева // Экономист. 2000. – № 3. – С. 8-19.

131. Гришина И. Комплексная оценка инвестиционной привлекательности и инвестиционной активности российских регионов: методика определения и анализ взаимосвязей [Текст] / И. Гришина // Инвестиции в России. 2001. – № 4. – С. 5-16.

132. Гродская Г.Н., Асанова С.С. Интегральная оценка инвестиционной деятельности регионов ПФО [Текст] / Г.Н. Гродская, С.С. Асанова // Вестник ВУиТ. 2017. – № 4. – С. 230-238.

133. Гузнер С., Харитонова В.Н., Вижина И.А. Внутрирегиональная дифференциация инвестиционного климата: рейтинговая оценка [Текст] / С.

Гузнер, В.Н. Харитонов, И.А. Вижина // Регион: социология и экономика. 1997. – № 2. – С. 109-136.

134. Гулькова Е.Л., Волкова А.Д. Влияние маркетинговой политики на результаты финансовой деятельности предприятия [Текст] / Е.Л. Гулькова, А.Д. Волкова // Вестник университета. 2015. – № 5. – С. 100-105.

135. Гусева К. Государственное регулирование частных инвестиций [Текст] / К. Гусева // Экономист. 1999. – № 5. – С. 44-51.

136. Гусева К. Регулирование инвестиционной деятельности в депрессивных регионах [Текст] / К. Гусева // Экономист. 1997. – № 5. – С. 48-52.

137. Гуськова Н.Д. Многоуровневый подход к оценке инвестиционной привлекательности [Текст] / Н.Д. Гуськова // Проблемы социально-экономического развития региона: Материалы Всерос. науч.-практ. конф. Саранск, 24 февр. 1999 г. Рузаевка, 1999. – С. 41-45.

138. Давлатзода К.К., Джумаев Дж.С. Технологические инновации и инвестиции: императивы ускоренной индустриализации экономики Республики Таджикистан [Текст] / К.К. Давлатзода, Дж.С. Джумаев // Политехнический вестник. Серия: Интеллект. Инновации. Инвестиции. 2020. – № 4(52). – С. 53-58.

139. Дададжанова Н.М., Сафоев Х.С. Роль государственных инвестиций в экономику Республики Таджикистан в условиях рыночной экономики [Текст] / Н.М. Дададжанова, Х.С. Сафоев // Известия Академии наук Республики Таджикистан. Отделение общественных наук. 2019. – № 4 (258). – С. 73-77.

140. Драбенко В.А. Методы оценки инновационных проектов в развитии бизнеса [Текст] / В.А. Драбенко // Проблемы современной экономики. 2009. – № 1(29).

141. Дудкин В., Петров Ю. Индикативное планирование – механизм координации деятельности государственных и негосударственных субъектов управления экономикой [Текст] / В. Дудкин, Ю. Петров // РЭЖ. 1998. – № 6. – С. 7-8.

142. Егорова Ю. Инвестиционная политика России на современном этапе [Текст] / Ю. Егорова // Финансовый бизнес. 1998. – № 6. – С. 45-50.

143. Елсуков М.Ю., Маевский А.В., Чеберко Е.Ф. Инвестиционный климат и инвестиционная привлекательность макрорегионов России [Текст] / М.Ю. Елсуков, А.В. Маевский, Е.Ф. Чеберко // Управленческое консультирование. 2019. – № 12. – С. 70-89.
144. Ермилина Д.А. Инвестиции в свете экономической теории [Текст] / Д.А. Ермилина // Региональные проблемы преобразования экономики. 2013. – № 1 (35). – С. 351-361.
145. Журавлева К.А. Инвестиционный климат и его составляющие [Текст] / К.А. Журавлева // Молодой ученый. 2018. – № 50 (236). – С. 127-128.
146. Звагельский В.Ф. Механизмы косвенной государственной поддержки промышленности [Текст] / В.Ф. Звагельский //  $\pi$ -Economy. 2013. – № 1–1 (163).
147. Иванов А., Перевозчиков А., Лапушинская Г. Предварительная экспертиза инвестиций в промышленности России [Текст] / А. Иванов, А. Перевозчиков, Г. Лапушинская // Проблемы теории и практики управления. 2000. – № 2. – С. 63-66.
148. Игольников Г.Л., Василевский И.А. Эффективность инвестиций и экономичность развития производства [Текст] / Г.Л. Игольников, И.А. Василевский // Стратегия российских предприятий в современной экономике. I часть. Ярославль: ООО "Концерн Подати", 1999. – С. 122-124.
149. Илларионов А. Модели экономического развития в России [Текст] / А. Илларионов // Вопросы экономики. 1996. – № 7. – С. 4-10.
150. Илларионов М.Г. Применение метода анализа иерархий в принятии управленческих решений [Текст] / М.Г. Илларионов // Актуальные проблемы экономики и права. 2009. – № 1(9). – С. 75-80.
151. Иманова М.Г. Инвестиционная активность: необходимость поддержания, причины спада и пути его преодоления [Текст] / М.Г. Иманова // Научно-методический электронный журнал "Концепт". 2014. – Т. 20. – С. 911-915.
152. Исайнов Х.Р., Ходиев Д.А., Хофизов Х.А. Приоритетные направления привлечения прямых инвестиций в освоение природно-ресурсного потенциала

региона [Текст] / Х.Р. Исайнов, Д.А. Ходиев, Х.А. Хофизов // Аудит и финансовый анализ. 2018. – № 2. – С. 270-274.

153. Ищенко Е.О. О тенденциях инвестиционного процесса [Текст] / Е.О. Ищенко // Экономист. 2007. – № 4.

154. Кабалина В., Рыжикова З. Статистика и практика неполной занятости в России [Текст] / В. Кабалина, З. Рыжикова // Вопросы статистики. 1998. – № 2. – С. 31-40.

155. Казаков В.В., Имонов О.Д. Проблемы формирования и развития финансового рынка Республики Таджикистан [Текст] / В.В. Казаков, О.Д. Имонов // Вестник Томского государственного университета. 2015. – № 400.

156. Каламбет А., Меметова Д., Артемьев Н. Инвестирование малого бизнеса через ипотечное кредитование [Текст] / А. Каламбет, Д. Меметова, Н. Артемьев // Инвестиции в России. 1999. – № 9. – С. 38-39.

157. Караваев В. Региональная инвестиционная политика: нужна корректировка курса [Текст] / В. Караваев // Инвестиции в России. 1999. – № 2. – С. 12-15.

158. Кирюхин В.В. Финансово-кредитная система, бюджетное, валютное и кредитное регулирование экономики, инвестиционные ресурсы [Текст] / В.В. Кирюхин // Проблемы современной экономики. № 3 (19). 2010.

159. Ковалева И.В. Методология и методика оценки инвестиционной деятельности и инвестиционной привлекательности [Текст] / И.В. Ковалева // Вестник АГАУ. 2010. – № 2. – С. 101-106.

160. Комаров В. Инвестиции в России [Текст] / В. Комаров // ЭКО. 1998. – № 9. – С. 61-68.

161. Комилов С.Д., Кошенов П.С. Теоретические основы оценки эффективности инновационно-инвестиционных проектов в условиях рыночной экономики в Республике Таджикистан [Текст] / С.Д. Комилов, П.С. Кошенов // Финансово-экономический вестник. 2022. – № 2 (31). – С. 5-13.

162. Комилов С.Д., Мирзоева Е.Ш. Теоретические аспекты инновационно-инвестиционного развития промышленных предприятий в Республике

Таджикистан [Текст] / С.Д. Комилов, Е.Ш. Мирзоева // Вестник университета (Российско-Таджикский (Славянский) университет). 2019. – № 1 (65). – С. 12-21.

163. Комилов С.Д., Сафиев А.Х. К вопросу о необходимости развития государственно-частного партнерства в Республике Таджикистан [Текст] / С.Д. Комилов, А.Х. Сафиев // Вестник Таджикского национального университета. Серия социально-экономических и общественных наук. 2018. – № 5. – С. 33-38.

164. Комилов С.Д. Формирование государственно-частного партнерства как механизм реализации инвестиционных проектов региона [Текст] / С.Д. Комилов // Вестник Таджикского национального университета. Серия социально-экономических и общественных наук. 2017. – № 2/5-1. – С. 11-15.

165. Комилов С.Д., Гафаров Ф.М. Развитие кредитных организаций как условие активизации инвестиционных процессов региона [Текст] / С.Д. Комилов, Ф.М. Гафаров // Таджикистан и современный мир. 2017. – № 2 (57). – С. 149-158.

166. Контков П. Анализ рейтинговых агентств S & P, "Moody's" [Текст] / П. Контков // Инвестиции в России. 1998. – № 10. – С. 21-24.

167. Копылов И.С. Принципы и критерии интегральной оценки геоэкологического состояния природных и урбанизированных территорий [Текст] / И.С. Копылов // Современные проблемы науки и образования. 2011. – № 6.

168. Коссов В. Инвестиции в российской экономике (новые условия и подходы) [Текст] / В. Коссов // Проблемы теории и практики управления. 2000. – № 1. – С. 29-31.

169. Коссов В. Инвестиционная политика России [Текст] / В. Коссов // Финансовый бизнес. 1998. – № 5. – С. 8-10.

170. Котуков А.А. Источники формирования инвестиций и их классификация [Текст] / А.А. Котуков // Финансы и кредит. 2008. – №29 (317). С. 18-21.

171. Котуков А.А. К вопросу исследования понятия «инвестиционный климат» [Текст] / А.А. Котуков // Проблемы современной экономики. 2008. – №4(28).



172. Кравченко Н. А., Балдина Н. П. Инвестиции и экономический рост [Текст] / Н.А. Кравченко // ЭКО. 1998. – №4. С. 37-47.
173. Кувшинов М.С., Комарова Н.С., Бажанова М.И. Интегральная оценка эффективности инвестиционных проектов на промышленных предприятиях [Текст] / М.С. Кувшинов, Н.С. Комарова, М.И. Бажанова // Вестник ЮУрГУ. Серия: Экономика и менеджмент. 2013. – №4. С.52-55.
174. Курбонов А.К. Регулирование инвестиционных механизмов в условиях рыночных отношений [Текст] / А.К. Курбонов // Вестник ТНУ. Душанбе. 2015. – № 2(47) – 295с.
175. Куянцев И.А., Галачиева С.В., Куянцева И.И. Роль предпринимательства в экономическом и социальном развитии общества [Текст] / И.А. Куянцев, С.В. Галачиева, И.И. Куянцева // Terra Economicus. 2012. – Т. 10. – №2. Ч.2 С. 39-42.
176. Кюрджиев С.П., Мамбетова А.А., Пешкова Е.П. Интегральная оценка финансового состояния предприятий региона [Текст] / С.П. Кюрджиев, А.А. Мамбетова, Е.П. Пешкова // Экономика региона. – 2016. – Т. 12, – вып. 2. – С. 586-601.
177. Лебедев В.М. Развитие инвестиционной сферы в российской экономике [Текст] / В.М. Лебедев // Финансы. 1998. – №7. С. 15-18.
178. Лебедев В. Формирование инвестиционного климата в России [Текст] / В. Лебедев // Финансы. 1995. – №4. С. 13-21.
179. Левина Л.Ф. Теория инвестиционных решений [Текст] / Л.Ф. Левина // Менеджмент в России и за рубежом. 2000. – №5. С. 84-105.
180. Лёжин Н. М. Инвестиции в системе экономических категорий [Текст] / Н.М. Лёжин // Транспортное дело России. 2011. – №4. С.103-105.
181. Львов Д. К обновлению ориентиров экономической политики [Текст] / Д. Львов // РЭЖ. 1996. – №10. С. 3-15.
182. Маковецкий М.Ю. Инвестиции как ключевой фактор экономического роста [Текст] / М.Ю. Маковецкий // Финансы и кредит. 2007. – №2 (242). С. 8-17.

183. Маковецкий М.Ю. Инвестиции как ключевой фактор экономического роста [Текст] / М.Ю. Маковецкий // Финансы и кредит. 2007. – №2 (242). С. 8-17.
184. Маковецкий С.А. Инвестиции: сущность, функции и перспективы в Донецкой Народной Республике [Текст] / С.А. Маковецкий // Вестник Института экономических исследований. 2018. – №1 (9). С. 74-80.
185. Максимов В.А., Спиридонов М.А. Федеральный и региональный компоненты промышленно– инвестиционной политики [Текст] / В.А. Максимов, М.А. Спиридонов // Экономический вестник Ростовского государственного университета. 2003. – № 2. Т. 1. С. 106-115.
186. Маркова Н. Перспективы привлечения финансовых ресурсов к инвестированию производства [Текст] / Н. Маркова//Экономист. 1998. – №10. С. 43-51.
187. Маркович Т.С. Государство как один из акторов современной смешанной экономики [Текст] / Т.С. Маркович // Научный альманах. 2021. – № 9–1 (83). С. 11-16.
188. Мартынов А. Возможности повышения эффективности инвестирования [Текст] / А. Мартынов // Экономист. 2000. – №9. С. 37-43.
189. Марченко Г., Мачульская О. Исследование инвестиционного климата регионов России: проблемы и результаты [Текст] / Г. Марченко // Вопросы экономики. 1999. – № 9. С. 69-79.
190. Мильчакова Н.А. Инвестиционные фонды и инвестиционный потенциал населения [Текст] / Н.А. Мильчакова // Финансы. 1997. – №7. С. 14-17.
191. Мировой финансовый кризис: последствия для России (Серия статей) [Текст] // Вопросы экономики. 1998. – № 12. С. 82-148.
192. Мирзабекова М.Ю. Оценка эффективности инвестиционного проекта [Текст] / М.Ю. Мирзабекова // Инновационная наука. 2016. – №1– 1 (13). С. 140-145.
193. Москвин В. Банковское кредитование предприятий [Текст] / В. Москвин // Инвестиции в России. – №4. С.34-44.

194. Муталимов А.Э. Эволюция обзора развития рыночных отношений [Текст] / А.Э. Муталимов // РППЭ. 2018. – № 2 (88).
195. Мухаметшин Ф. Инвестиционную привлекательность надо создавать [Текст] / Ф. Мухаметшин // Экономика и жизнь. 1997. – № 10. – С. 1.
196. Мухетдинова Н. К оценке новой Правительственной программы стимулирования отечественных и иностранных инвестиций [Текст] / Н. Мухетдинова // РЭЖ. 1995. – № 10. – С. 13-17.
197. Назаров Т.Н. Экономика: факторы роста и эффективность [Текст] / Т.Н. Назаров // Известия Академии наук Республики Таджикистан. Отделение общественных наук. 2021. – № 1 (262). – С. 7-20.
198. Низамова Т.Д. Проблемы и перспективы развития национальной промышленности: отраслевой и региональный аспект [Текст] / Т.Д. Низамова // Вестник национального университета. Душанбе: «Сино». 2014. – № 2/11 (155). – С. 60-66.
199. Низамова Т.Д. Роль промышленности в экономическом развитии Таджикистана: отраслевой и региональный аспект [Текст] / Т.Д. Низамова // Вестник национального университета. Душанбе: «Сино». 2018. – № 6. Ч. 1. – С. 73-79.
200. Николаев М.А. Оценка инвестиционных проектов [Текст] / М.А. Николаев // Экономический анализ: теория и практика. 2010. – С. 8-14.
201. Никулина Е.В., Гайворонская М.А. Совершенствование механизма инвестиционного обеспечения экономики региона [Текст] / Е.В. Никулина, М.А. Гайворонская // Региональная экономика: теория и практика. 2017. – Т. 15, № 8. – С. 1478-1487.
202. Новицкий Н. Ориентиры инвестиционной и инновационной деятельности [Текст] / Н. Новицкий // Экономист. 1999. – № 3. – С. 27-34.
203. Новичков Н.В. Финансово–промышленные группы как способ привлечения инвестиций [Текст] / Н.В. Новичков // Научные труды Международного союза экономистов и Вольного экономического общества России. М.; СПб., 1997. – Т. 4. – С. 30-33.

204. Овсянников С.В., Болдырев В.Н. Инвестиционные механизмы устойчивого развития предприятий [Текст] / С.В. Овсянников, В.Н. Болдырев // Синергия. 2016. – № 4. – С. 54-63.
205. Огорелкова Н.В. Инвестиционно–промышленная политика как составная часть промышленной политики государства [Текст] / Н.В. Огорелкова // Вестник ОмГУ. Серия: Экономика. 2005. – № 4.
206. Осадчая И. Кейнсианство сегодня [Текст] / И. Осадчая // Мировая экономика и междунар. отношения. 1996. – № 8. – С. 18-26.
207. Остапенко В., Мешков В., Селезнева Т. Роль собственных источников финансирования инвестиций промышленных предприятий [Текст] / В. Остапенко, В. Мешков, Т. Селезнева // Экономист. 1999, № 8. – С. 64-70.
208. Островских Т.И., Якимов Л.А., Шумаков Ю.Н. Инновационная и инвестиционная привлекательность как основа развития перерабатывающих предприятий АПК [Текст] / Т.И. Островских, Л.А. Якимов, Ю.Н. Шумаков // Вестник КрасГАУ. 2012. – № 11. – С. 3-6.
209. Петров Ю. Инвестиции: главные задачи – рост плюс отдача [Текст] / Ю. Петров // Экономика и жизнь. 1998. – №3. – С.1.
210. Петров М.В. Промышленная политика как направление экономической стратегии государства [Текст] / М.В. Петров // Экономика, предпринимательство и право. 2022. – Том 12. – № 8. С. 2117-2134.
211. Полунин Л.В. Региональные аспекты инвестиционных процессов инновационных предприятий [Текст] / Л.В. Полунин // Социально–экономические явления и процессы. 2012. –№ 11.
212. Подшиваленко Г.П. Инвестиционный климат и инвестиционная привлекательность [Текст] / Г.П. Подшиваленко // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2010. –№ 15. С. 7-10.
213. Потапов Л. Финансовый механизм саморазвития региона [Текст] / Л. Потапов // Экономист. 1999. – № 6. С. 60-65.

214. Прибыткова Г. Конкурентоспособность как индикатор инвестиционной привлекательности [Текст] / Г. Прибыткова // Инвестиции в России. 2006. – № 9. С. 38-42.

215. Прохоров А.Ю. Оценка эффективности маркетинговых инвестиций [Текст] / В.Ю. Прохоров // Экономика и менеджмент инновационных технологий. – 2015. – № 4.

216. Пулатова И.Р. К вопросу о повышении инвестиционной привлекательности региона [Текст] / И.Р. Пулатова // Материалы научно-практической конференции «Государственные инвестиции, налогообложение и их влияние на экономический рост». – Душанбе, ФЭИТ. 2014. – С. 155-165.

217. Раджабова З.С., Шарипова А.Б. Инвестиционная политика и роль государства в ее формировании (на тадж. яз.) [Текст] / З.С. Раджабова, А.Б. Шарипова // Вестник национального университета. Душанбе: «Сино». 2023. – № 3. – С. 132-137.

218. Рахмонов Дж. Р. Инвестирование как фактор активизации инновационной деятельности [Текст] / Дж. Р. Рахмонов // Вестник Таджикского национального университета, Серия Экономические науки (Ч.1). – Душанбе, 2012. – № 2/8. – С. 41-46.

219. Рахмонов Дж.Р., Фаррухи Р., Юсупов И.Н. Экономическая оценка развития национальной промышленности в период независимости (на тадж.яз.) [Текст] / Дж.Р. Рахмонов, Р. Фаррухи, И.Н. Юсупов // Вестник национального университета. – Душанбе: «Сино», 2022. – № 8. – С. 100-111.

220. Ризокулов Т.Р., Каюмов А.А. Бизнес-климат и внутренний потенциал в системе факторов устойчивого развития регионов [Текст] / Т.Р. Ризокулов, А.А. Каюмов // Таджикистан и современный мир. 2016. – № 5(55). – С. 103.

221. Ройзман И.И. Типология инвестиционного климата регионов на новом этапе развития российской экономики [Текст] / И.И. Ройзман // Инвестиции в России. 2003. – № 3. – С. 7-8.

222. Ройзман И., Гришина И. Сложившаяся и перспективная инвестиционная привлекательность крупнейших отраслей отечественной

промышленности [Текст] / И. Ройзман, И. Гришина // Инвестиции в России. 1998. – № 1. – С. 37-39.

223. Рубин В.В. Роль государства в смешанной экономике [Текст] / В.В. Рубин // Вестник Иркутского государственного технического университета. 2006. – № 2 (4 (28)). – С. 161-162.

224. Сафоев А.К. Совершенствование государственной политики стимулирования инвестиций в сфере промышленности Республики Таджикистан [Текст] / А.К. Сафоев // Экономика Таджикистана. 2019. – № 1. – С. 79-85.

225. Светник Н.В. Роль предпринимателей в разработке региональной промышленной политике [Текст] / Н.В. Светник // Global & Regional Research. – 2020. – Т. 2, № 1. – С. 103-109.

226. Седлов П., Слетова Т. Финансирование научно–технических программ [Текст] / П. Седлов, Т. Слетова // Вопросы экономики. 1980. – № 3. – С. 23-31.

227. Селезнев А. Макроэкономические факторы роста производства [Текст] / А. Селезнев // Экономист. – № 5. – С. 25-32.

228. Синявин В.Ю. Инвестиционный климат как фактор роста инвестиционной активности в России и регионах [Текст] / В.Ю. Синявин // Известия Пензенского государственного педагогического университета им. В.Г. Белинского. 2012. – № 28. – С. 540-543.

229. Смирнова И. Регулирование доходов населения как элемент социальной политики [Текст] / И. Смирнова // Экономист. 1994. – № 1. – С.62-70.

230. Смородинская Н. Бегство капиталов как объект международных исследований [Текст] / Н. Смородинская // Вопросы экономики. 1997. – № 9. – С.135-147.

231. Солоу Р. Перспективы теории роста [Текст] / Р. Солоу // Мировая экономика и междунар. отношения. 1997. – № 5. – С. 19-25.

232. Спириин М.Н., Андреева Л.П. Государственный сектор как элемент экономической системы [Текст] / М.Н. Спириин, Л.П. Андреева // Актуальные проблемы лесного комплекса. 2015. – № 43. – С. 225-228.

233. Сукиасян А.А. Методика анализа состояния инвестиционного климата [Текст] / А.А. Сукиасян // Государственное управление. Электронный вестник. 2012. – № 31. – С.10.

234. Табарозода О.С., Кароматулло Ю. Механизм привлечения инвестиций на предприятия угольной промышленности [Текст] / О.С. Табарозода, Ю. Кароматулло // Вестник Таджикского национального университета. Серия социально-экономических и общественных наук. 2023. – № 2. – С.186-192.

235. Тагоев Дж.Х., Билолов Н.К. Тенденции развития социальной инфраструктуры Хатлонской области: анализ, оценка и инвестиционные возможности [Текст] / Дж.Х. Тагоев, Н.К. Билолов // Политехнический вестник. Серия: Интеллект. Инновации. Инвестиции. 2018. – Т. 2. – № 3(43). – С. 48.

236. Тагоев Дж.Х. Тенденции использования инвестиций в основной капитал: региональные и отраслевые аспекты [Текст] / Дж.Х. Тагоев // Вестник Таджикского национального университета. Серия социально– экономических и общественных наук. 2014. – № 2/2 (131). – С. 45-49.

237. Тагоев Дж.Х. Структура инвестиций в основной капитал: оценка, состояние и тенденции развития [Текст] / Дж.Х. Тагоев // Вестник Таджикского национального университета. Серия социально– экономических и общественных наук. 2013. – № 2/4 (114). – С. 50-55.

238. Тарасов В.М. К определению категории инвестиционный климат и привлекательность отраслей промышленности [Текст] / В.М. Тарасов // Менеджмент: теория и практика. 2011. – № 1–2.

239. Трофимов М. Н., Костыря Ю. С. Система показателей оценки инвестиционной активности и совершенствования методики их исчисления [Текст] / М. Н. Трофимов, Ю. С. Костыря // Известия ТулГУ. Экономические и юридические науки. 2013. – № 1–1.

240. Ульянина А.С., Молчанова А.Г. О некоторых проблемах формирования финансовых результатов деятельности предприятий [Текст] / А.С. Ульянина, А.Г. Молчанова // Молодой ученый. 2016. – №9.

241. Уринсон Я. О мерах по оживлению инвестиционного процесса в России [Текст] / Я. Уринсон // Вопр. экономики. 1997. – № 1. С. 69-76.

242. Удалов Ф.Е. Инвестиционный кризис: поиски выхода [Текст] / Ф.Е. Удалов // Вестн. Нижегород. ун– та им. Лобачевского 1998, – С. 229-232.

243. Урунов А.А., Морозова М.И., Зоидов К.Х., Мансурова М.Г. Предпринимательский сектор Таджикистана за годы независимости: проблемы и приоритеты его дальнейшего развития [Текст] / А.А. Урунова, М.И. Морозова, К.Х. Зоидова, М.Г. Мансурова // Вестник университета. 2023. – №2. – С. 128-137.

244. Урунов А.А., Юсупова Г.А. Пищевая промышленность Республики Таджикистан: анализ инвестиций в отрасли [Текст] / А.А. Урунова, Г.А. Юсупова // Государственное регулирование экономики: политико– экономические аспекты. сборник научных трудов по материалам 7– й Международной научно– практической конференции. Москва, 2022. – С. 89– 91.

245. Файзуллоев М.К. Влияние инновационно– инвестиционного климата на региональное инновационное развитие [Текст] / М.К. Файзуллоев // Вестник Таджикского национального университета. Серия социально– экономических и общественных наук. 2017. – № 2/5–1. – С. 112-117.

246. Файзуллоев М.К. Индустриализация как базис инновационно– промышленной политики и драйвер модернизации экономики Таджикистана [Текст] / М.К. Файзуллоев // Таджикистан: экономика и управление. 2020. – № 1. С. 60-67.

247. Файзуллоев М.К. Диверсификация промышленного производства как главный фактор стратегии развития Таджикистана [Текст] / М.К. Файзуллоев // Национальные стратегии новых государств Центральной Азии в XXI веке: приоритеты механизмы реализации, международное сотрудничество: мат– лы междунар. науч. конф. – Душанбе: РТСУ, 2019. – 256с. – С.16-27.

248. Филимонова Н. Г. Активизация инвестиционной деятельности – важнейшее условие структурных преобразований [Текст] / Н.Г. Филимонова // Вестник Красноярского государственного аграрного университета. 2012. – № 11. – С. 31-33.



249. Фишер П. Стратегия привлечения инвестиций в промышленность России [Текст] / П. Фишер // Проблемы теории и практики управления. 2000. – №3. – С.64-72.

250. Хавина С. Государственное регулирование в современной смешанной экономике [Текст] / С. Хавина // Вопросы экономики. 1994. – № 11. С. 80-91.

251. Халин Д. Инвестиционной сфере необходим капитальный ремонт [Текст] / Д. Халин // Экономика и жизнь. 1999. – № 12. – С.1.

252. Харсеева А.В. Понятие и сущность инвестиций: проблема определения термина [Текст] / А.В. Харсеева // Теория и практика общественного развития. 2010. – №1. – С.313-318.

253. Хлынин Э. В., Королева К. Е. Определение экономических принципов формирования концепции интегральной оценки эффективности инвестиционных вложений в основной капитал предприятия [Текст] / Э.В. Хлынин, К.Е. Королева // Известия ТулГУ. Экономические и юридические науки. 2013. – № 1–1. – С. 209-226.

254. Хлынин Э.В., Хорошилова Е.И. Формирование концепции интегральной оценки эффективности инвестиционных проектов на основе использования кластерного подхода [Текст] / Э.В. Хлынин, Е.И. Хорошилова // Экономический анализ: теория и практика. 2011. – № 47. – С. 22-31.

255. Ходиев Д.А., Хофизов Х.А., Табаров О.С. оделирование и прогнозирование привлечения инвестиций для освоения природно-ресурсного потенциала региона [Текст] / Д.А.Ходиев, Х.А. Хофизов, О.С. Табаров // Вестник Таджикского национального университета. Серия социально-экономических и общественных наук. 2018. – № 6. – С.30-36.

256. Хоналиев Н. Современное состояние развития промышленности административных районов Таджикистана [Текст] / Н. Хоналиев // Экономика Таджикистана. 2022. – №1. – С. 172-181.

257. Хоналиев Н. Концептуальные основы перспектив развития пищевой промышленности Таджикистана [Текст] / Н. Хоналиев // Экономика Таджикистана. 2019. – № 3. – С. 60-65.

258. Хофизов Х.А. Инвестиционный потенциал Зеравшанской долины Согдийской области [Текст] / Х.А. Хофизов // Вестник Таджикского национального университета. Серия социально– экономических и общественных наук. 2017. – № 2/5–2. – С. 63-66.

259. Хофизов Х.А. Оценка инвестиционного обеспечения использования природо– ресурсного потенциала региона [Текст] / Х.А. Хофизов // Наука и образование: тенденции развития в условиях информационного общества. Материалы Международной научно– практической конференции, посвященной 75– ой годовщине со дня образования Таджикского национального университета. Душанбе, 2023. – С. 281-287.

260. Чепурова И.Ф. Маркетинг в области привлечения инвестиций [Текст] / И.Ф. Чепурова // Социально– экономические явления и процессы. 2014. – № 2. – С. 147-152.

261. Черкасова М.И. Инвестиционное обеспечение развития предпринимательской деятельности в регионе [Текст] / М.И. Черкасов // Вестник науки и образования. 2017. – № 1 (25). – С. 51-53.

262. Шарипов Ш.Р. Инвестиции и их значение для развития экономики регионов Республики Таджикистан [Текст] / Ш.Р. Шарипов // Известия Академии наук Республики Таджикистан. Отделение общественных наук. 2019. – № 1 (254). – С. 94-98.

263. Шахназаров А., Гришина И., Ройзман И. Национальная система гарантирования инвестиций на региональном уровне [Текст] / А. Шахназаров, И. Гришина, И. Ройзман // Инвестиции в России. 1999. – № 12. – С. 3-11.

264. Швецов А. Смысл и механизмы государственного регулирования территориального развития [Текст] / А. Швецов // РЭЖ. 1997. – № 3–4.

265. Шпинев Ю.С. А. Смит об инвестициях [Текст] / Ю.С. Шпинев // Право и государство: теория и практика. 2021. – № 3(195). – С.91-94.

266. Штефан М.А., Елизарова Ю.М. Оценка эффективности и рисков инвестиционных проектов: интегральный подход [Текст] / М.А. Штефан, Ю.М. Елизарова // Бизнес– информатика. 2018. – № 4 (46). – С. 54-65.

267. Шувалов С., Аборин С. Оценка социальной эффективности инвестиционных программ [Текст] / С. Шувалов, С. Аборин // Инвестиции в России. 1998. – № 10. – С. 66-68.

268. Щанкин С.А. Основные приоритеты промышленной политики [Текст] / С.А. Щанкин // Региональная экономика: теория и практика, 2015. – № 13. – С. 47-59.

269. Яковец Ю. Предпосылки преодоления инновационного кризиса [Текст] / Ю. Яковец // Экономист. 1998. – № 1. – С. 32-37.

270. Яковец Ю. Стратегия инвестирования [Текст] / Ю. Яковец // Экономист. 1995. – № 9. – С. 30-37.

271. Яременко Ю.В. Экономическая политика и управление отечественным хозяйством [Текст] / Ю.В. Яременко // Проблемы прогнозирования. 1997. – № 6. – С. 3-11.

272. Яковец Ю. Предпосылки преодоления инновационного кризиса [Текст] / Ю. Яковец // Экономист. 1998. – № 1. – С. 32-37.

273. Яковец Ю. Стратегия инвестирования [Текст] / Ю. Яковец // Экономист. 1995. – № 9. – С. 30-37.

274. Яременко Ю.В. Экономическая политика и управление отечественным хозяйством [Текст] / Ю.В. Яременко // Проблемы прогнозирования. 1997. – № 6. – С. 3-11.

#### **Диссертации и авторефераты**

275. Абдуллоева Л.И. Инвестиционное обеспечение развития производственного предпринимательства [Текст]: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.05. / Л.И. Абдуллоева. – Душанбе., 2021. – 166с.

276. Агеева Е.В. Влияние монетарной политики на динамику инвестиционного комплекса и промышленность в России [Текст]: автореферат дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.05. / Е.В. Агеева. – Новосибирск, 2022. – 20с.

277. Гуськова Н.Д. Теория и практика инвестиционной деятельности в условиях транзитивной экономики: федеральный и региональный аспекты [Текст]: дисс. ... д-ра экон. наук: 08.00.05. / Н. Д. Гуськова. – Саранск, 2000. – 416с.

278. Дададжанова Н.М. Особенности формирования и проблемы развития инвестиционного потенциала Республики Таджикистан в условиях рыночной экономики [Текст]: дисс. ... канд. экон. наук: 00.00.00. / Н.М. Дададжанова. – Худжанд, 2015. – 153с.

279. Дадоматов Д.Н. Формирование и развитие промышленного предпринимательства: теория, методология, практика (на основе материалов Республики Таджикистан) [Текст]: автореферат дисс. д-ра экон. наук: 08.00.05 / Д. Н. Дадоматов. – Душанбе, 2020. – 110с.

280. Зарук Н.Ф. Организационно-экономический механизм инвестиционного процесса в АПК: Теория и практика [Текст]: дисс. ... д-ра экон. наук: 08.00.05, 08.00.10 – Москва, 2004. 370с.

281. Калачева И.К. Совершенствование инструментария оценки инвестиционной привлекательности промышленных предприятий [Текст]: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.05. / И.К. Калачева. – Челябинск, 2017. – 238с.

282. Каличенко М.П. Гармонизация организационно-экономических отношений на промышленных предприятиях: трансформация парадигм, методология и практика [Текст]: дисс. ... д-ра экон. наук: 08.00.05 / М.П. Каличенко. – Тула, 2022. – 414с.

283. Каримова М.Т. Региональные аспекты структурной трансформации национальной экономики (теория, методология, практика) [Текст]: дисс. ... д-ра экон. наук: 08.00.05 / М.Т. Каримова. – Душанбе, 2016. – 316с.

284. Кильчуков З.Х. Формирование и реализация инвестиционной политики в отраслях промышленного комплекса [Текст]: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.05. / З.Х. Кильчуков. – Москва., 2014. – 187с.

285. Кириченко О.С. Инвестиционное обеспечение инновационного развития промышленности Украины [Текст]: автореферат дисс. ... д-ра экон. наук: 08.00.03 / О.С. Кириченко. – Киев, 2021. – 46 с.

286. Мерзлов И.Ю. Развитие теории и методологии управления конкурентоспособностью региональной экономики на основе применения

государственно-частного партнерства [Текст]: дисс. ... д-ра экон. наук: 08.00.05. / И.Ю. Мерзлов. – Пермь, 2016. – 360с.

287. Наджмиддинов Ф.Н. Организационно-экономический механизм развития малого предпринимательства в сфере услуг: теория, методология, практика [Текст]: автореферат дисс. д-ра экон. наук: 08.00.05 / Ф. Н. Наджмиддинов. – Душанбе, 2022. – 90с.

288. Назаров А.С. Управление инвестиционными процессами в промышленности в условиях становления рыночной экономики [Текст]: автореферат дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.05. / А.С. Назаров. – Москва, 2003. – 36с.

289. Назаров А.Г. Развитие методологии управления промышленными предприятиями: методы, механизмы и финансово-инвестиционные инструменты [Текст]: автореферат дисс. д-ра экон. наук: 08.00.05 / А.Г. Назаров. – Москва, 2021. – 41с.

290. Низомова Т.Д. Реструктуризация промышленных предприятий Таджикистана в условиях переходной экономики [Текст]: автореферат дисс. ... д-ра экон. наук: 08.00.05 / Т.Д. Низомова. – Душанбе, 2007. – 49с.

291. Патрушева Е.Г. Инвестиционная политика российских промышленных предприятий: Управление привлечением капитала [Текст]: автореферат дисс. д-ра экон. наук: 08.00.05 / Е.Г. Патрушева. – Ярославль, 2002. – 41с.

292. Пешкова А.А. Формирование и реализация финансовой стратегии устойчивого развития предприятия: теория, методология, практика [Текст]: автореферат дисс. д-ра экон. наук: 08.00.10 / А.А. Пешкова. – Ставрополь, 2012. – 50с.

293. Пидяшова О.П. Интегральная оценка эффективности инвестиционной политики предприятия: на примере хлебопекарной промышленности Краснодарского края [Текст]: автореферат дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.05. / О.П. Пидяшова. – Краснодар. – 2008. – 20с.

294. Питерская Л.Ю. Инвестиционная деятельность в аграрном секторе экономики: теория, практика и направления совершенствования [Текст]:

автореферат дисс. ... д-ра экон. наук: 08.00.05. / Л.Ю. Питерская. – Ставрополь, 2006. – 48с.

295. Рахимов Ш.М. Возрождение и развитие промышленности Таджикистана в переходный период [Текст]: автореферат дисс. д-ра экон. наук. / Ш.М. Рахимов. – Душанбе, 2001. – 58с.

296. Ризокулов Т.Р. Теоретико-методологические особенности преодоления стагфляционных процессов в трансформационной экономике: на примере Республики Таджикистан [Текст]: дисс. ... д-ра экон. наук: 08.00.01 / Т.Р. Ризокулов. – Душанбе, 2009. – 405с.

297. Сафаров Г.С. Инвестиционная политика промышленности Республики Таджикистан и проблемы ее эффективности [Текст]: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.05. / Г.С. Сафаров. – Душанбе, 1999. – 168 с.

298. Сафоев А.К. Управление инвестиционными проектами в процессе ускоренной индустриализации Республики Таджикистан [Текст]: автореферат дисс. д-ра экон. наук: 08.00.06.04 / А. К. Сафоев. – Душанбе, 2023. – 111с.

299. Склярва Ю.М. Формирование механизма инвестиционной деятельности в региональной экономике [Текст]: автореферат дисс. д-ра экон. наук: 08.00.05 / Ю.М. Склярва. – Москва, 2006. – 40с.

300. Смирнова Н.В. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия в условиях реструктуризации [Текст]: автореферат дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.05. / Н.В. Смирнова. – Иваново, 2004. – 20с.

301. Соколицина Н.А. Теория, методология и инструментарий управления развитием корпоративных образований в промышленности [Текст]: автореферат дисс. д-ра экон. наук: 08.00.05 / Н.А. Соколицина. – Санкт-Петербург, 2022. – 46с.

302. Тагоев Дж.Х. Проблемы активизации инвестиционной деятельности предприятий [Текст]: автореферат дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.05. / Дж.Х. Тагоев. – Душанбе, 2004. – 24с.

303. Тищенко И.А. Концепция цифровой трансформации экономики промышленности: инновационные подходы и прогнозирование экономического

развития [Текст]: дисс. ... д-ра экон. наук: 08.00.05./ И.А. Тищенко. – Орел, 2022. – 375с.

304. Топсахалова Ф.М. Теоретические и методологические основы оценки инвестиционной привлекательности аграрного сектора [Текст]: автореферат дисс. ... д-ра экон. наук: 08.00.05. /Ф.М. Топсахалова. – Ставрополь, 2006. – 48с.

305. Узакова Г.М. Формирование источников инвестиций в национальной экономике Таджикистана в переходный период [Текст]: автореферат дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.01. / Г.М. Узакова. – Худжанд, 2011. – 28с.

306. Хакимова М.Ф. Динамическая устойчивость национальной экономики: теория, методология, практика [Текст]: автореферат дисс. ... д-ра экон. наук: 08.00.01./ М.Ф. Хакимова. – Душанбе, 2022. – 54с.

307. Хофизов Х.А. Инвестиционное обеспечение освоения и использования природно-ресурсного потенциала региона (на материалах Согдийской области Республики Таджикистан) [Текст]: автореферат дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.05. / автореф. дис. канд.экон.наук / Х.А. Хофизов. – Душанбе, 2019. – 27с.

308. Шарипов У.А. Совершенствование организационно-экономического механизма активизации инвестиционных процессов в регионе (на материалах Хатлонской области Республики Таджикистан) [Текст]: автореферат дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.05. / автореф. дис. канд.экон.наук / У.А. Шарипов. – Душанбе, 2019. – 26с.

### **Электронные ресурсы**

309. Баринов В.А. Бизнес-планирование: пакеты прикладных программ инвестиционного анализа [Электронный ресурс] / В.А. Баринов. 2003. – Режим доступа: <https://www.google.com/url?q=https://economics.studio/biznes-planirovanie/paketyi-prikladnyih-programm>

310. Гранин А.Н. Маркетинг и инвестиции [Электронный ресурс] / А.Н. Гранин. Белорусский государственный экономический университет. 2011. – Режим доступа: [http:// edoc.bseu.by:8080/handle/edoc/11148](http://edoc.bseu.by:8080/handle/edoc/11148)

311. Государственный комитет по инвестициям и управлению государственным имуществом Республики Таджикистана [Электронный ресурс] / Таджикистан. 2024. – Режим доступа: <https://tajinvest.tj/ru/>

312. Государственно-частное партнерство [Электронный ресурс] / Евразийский Банк Развития. – Режим доступа: <https://eabr.org/public-private-partnership/>

313. Доклад о мировых инвестициях: международные налоговые реформы и устойчивые инвестиции [Электронный ресурс] / ООН. Женева. 2022. – С.13. – Режим доступа: [https://unctad.org/system/files/official-document/wir2022\\_overview\\_ru.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/wir2022_overview_ru.pdf)

314. Импорт– инвестирование: тренд новой экономики [Электронный ресурс] / Москва. – Режим доступа: <https://timepad.ru>

315. Итоги социально-экономического развития Республики Таджикистан в 2021 году [Электронный ресурс] / Таджикистан. 2022. – Режим доступа: <https://mfa.tj/ru/main/tadzhikistan/ekonomika>

316. Краудинвестинг (акционерный краудфандинг) и Краудлендинг [Электронный ресурс] / Москва. 2024. – Режим доступа: <https://www.tadviser.ru/>

317. Филипов, Вячеслав. Почему Генри Форд платит своим работникам высокую зарплату [Электронный ресурс] / В. Филипов. 2013. – Режим доступа: <https://hr.superjob.ru/raznoe/pochemu-genri-ford-platil-svoim-rabotnikam-vysokuyu-zarplatu-124/>

318. Шкала Чеддока [Электронный ресурс] / – Режим доступа: <https://math.semestr.ru/corel/cheddok.php>

319. Aiginger K., Sieber S. Towards a renewed industrial policy in Europe. Background Report of the Competitiveness of European Manufacturing [Электронный ресурс] / K. Aiginger, S. Sieber. – Brussels: European Commission, DG Enterprise, 2005. – 261 p.

320. Cimoli M., Dosi G., Stiglitz J. The Political Economy of Capabilities Accumulation: the Past and Future of Policies for Industrial Development [Электронный



ресурс] / M. Cimoli, G. Dosi, J. Stiglitz. – Oxford: Oxford University Press, 2009. – 1–18 p.

321. Hayes A. Investment Climate [Электронный ресурс] / A. Hayes – Investopedia. 2019.

322. Domar E. Essays in the Theory of Economic Growth [Электронный ресурс] / E. Domar. – N. Y. 1957.

323. Easterly W.R. The ghost of financing gap: how the Harrod– Domar growth model still haunts development economics [Электронный ресурс] / W.R. Easterly. – World Bank Research working paper. – Washington, DC, 1997. – # WPD 1807.

324. Gitman L., Forrester I. Survey of Capital Budgeting Techniques Used by U.S. Firms Financial Management [Электронный ресурс] / L. Gitman, I Forrester. – Fale. 1997. P. 66-71.

325. Pitelis C. Industrial Policy: Perspectives, Experience. / In: Bianchi P., Labory S. (eds.) [Электронный ресурс] / C. Pitelis. – International Handbook on Industrial Policy. – Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2006. – 435– 450 p.

326. The Investment Climate [Электронный ресурс] / – International Finance Corporation (World Bank Group), 2016.

327. Sholl L., Sundem G., Gaijsbeck W. Survey and Analysis of Capital Budgeting Methods [Электронный ресурс] / L. Sholl, G. Sundem, W. Gaijsbeck. – J. of Finance. 1978. March. P. 281 – 287.

328. Solow R.M. A contribution to the Theory of economic growth//The Quarterly journal of economics [Электронный ресурс] / R.M. Solow. 1956. – February (vol.70, #1). – P. 65-94.

329. Solow R.M. Technical change and the aggregate production function [Электронный ресурс] / R.M. Solow – The Review of economics and statistics. 1957. – August (vol.39, #3). – P. 312-320.

## **СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

**А) Статьи, опубликованные в рецензируемых изданиях, рекомендованных ВАК при Президенте Республики Таджикистан**

[1-А]. Зияева М.Д. Инвестиционная деятельность в Республике Таджикистан: проблемы и перспективы / М.Д. Зияева // Вестник национального университета. Серия социально-экономических и общественных наук. – Душанбе: «Сино». – 2024. – №2. – С.28-39. (1,5 п.л.).

[2-А]. Зияева М.Д. Диверсификация источников инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности / М.Д. Зияева // Таджикистан и современный мир. Душанбе. – 2024. – №1 (85). – С. 213-227. (0,8 п.л.)

[3-А]. Зияева М.Д. Концепция инвестиционно-промышленной политики Республики Таджикистан / М.Д. Зияева // Вестник национального университета. Серия социально-экономических и общественных наук. – Душанбе: «Сино». – 2023. – № 12. – С. 194-204. (1,5 п.л.).

[4-А]. Зияева М.Д. Обзор теоретических подходов к формированию понятийного аппарата инвестиционной деятельности / С.Д. Комилов, М.Д. Зияева // Финансово-экономический вестник. Душанбе. – 2023. – №4/2(39) – С. 416-426. (0,6 п.л. в соавтор., автором – 0,3 п.л.).

[5-А]. Зияева М.Д. Сарчашмаҳои молиявии таъмини истеҳсолоти воридотивазкунандаи саноати хӯрокворӣ дар Ҷумҳурии Тоҷикистон (на гос.яз.) / М.Д. Зияева, Г.К. Курбонов // Финансово-экономический вестник. Душанбе. – 2023. – №3 (37) – С.176-184. (0,6 п.л. в соавтор., автором – 0,3 п.л.).

[6-А]. Зияева М.Д. Инвестиционное обеспечение развития промышленности: механизм государственно-частного партнерства / С.Д. Комилов, М.Д. Зияева // Вестник университета (РТСУ). – 2023. – №4 (82). – С. 29-40. (0,6 п.л. в соавтор., автором – 0,4 п.л.).

[7-А]. Зияева М.Д. Влияние инвестиционной составляющей в обеспечении экономического роста: ретроспективный обзор / М.Д. Зияева // Вестник национального университета. Серия социально-экономических и общественных наук. – Душанбе: «Сино». – 2023. – №4-1. – С. 163-174. (1,8 п.л.).

[8-А]. Зияева М.Д. Методология и принципы интегральной оценки инвестиционной деятельности / М.Д. Зияева // Вестник национального

университета. Серия социально-экономических и общественных наук. – Душанбе: «Сино». 2023. – №9. – С. 140-151. (1,8 п.л.).

[9-А]. Зияева М.Д. Исследование теоретических подходов к определению инвестиций как экономической категории / М.Д. Зияева // Таджикистан и современный мир. Душанбе. 2023. – №2 (82). – С. 172-182. (0,6 п.л.).

[10-А]. Зияева М.Д. Роль предпринимательских структур в развитии промышленности Таджикистана / М.Д. Зияева // Таджикистан и современный мир. – Душанбе. – 2022. – №3 (79). – С. 177-186. (0,6 п.л.).

[11-А]. Зияева М.Д. К вопросу о формировании инвестиционно-промышленной политики Республики Таджикистан / М.Д. Зияева // Вестник БИСТ. Уфа. – 2022. – №1(54). – С. 29-37. (0,9 п.л.).

[12-А]. Зияева М.Д. Современный подход к теории предпринимательства / М.Д. Зияева // Вестник национального. Серия социально-экономических и общественных наук. – Душанбе: «Сино». – 2021. – №1. – С. 23-30. (1 п.л.).

[13-А]. Зияева М.Д. Экономическая сущность и предпосылки развития предпринимательства в рыночной экономике / М.Д. Зияева // Вестник национального университета. Серия социально-экономических и общественных наук. – Душанбе: «Сино». – 2021. – №6. – С. 133-139. (1 п.л.).

[14-А]. Зияева М.Д. Развитие производственного предпринимательства в условиях ускоренной индустриализации Республики Таджикистан / Р. Фаррухи, Л.И. Абдуллоева, М.Д. Зияева // Вестник национального университета. Серия социально-экономических и общественных наук. – Душанбе: «Сино». – 2020. – №10-1. – С. 159-165. (0,75 п.л., в соавтор., автором – 0,35 п.л.).

[15-А]. Зияева М.Д. Инвестиционные основы развития предпринимательской деятельности в Республике Таджикистан / М.Д. Зияева // Вестник БИСТ. Уфа. – 2017. – № 4 (37). – С. 22-28. (0,5 п.л.).

[16-А]. Зияева М.Д. Концептуальные основы развития инвестиционного маркетинга / М.Д. Зияева // Практический маркетинг. Москва. – 2016. – №10 (236). – С. 30-33. (0,5 п.л.).

[17-А]. Зияева М.Д. Предпосылки формирования и перспективы развития холдинговых структур в пищевой промышленности Республики Таджикистан / Ф.А. Кодиров, М.Д. Зияева // Вестник национального университета. Серия социально-экономических и общественных наук. – Душанбе: «Сино». – 2015. – № 2/4(169). – С. 150-155. (0,5 п.л., в соавтор., автором – 0,3 п.л.).

[18-А]. Зияева М.Д. О роли иностранных инвестиций в обеспечении экономической безопасности в Таджикистане / М.Д. Зияева // Вестник национального университета. Серия социально-экономических и общественных наук. – Душанбе: «Сино». – 2008. – № 1(45). – С.161-167. (0,5 п.л.).

[19-А]. Зияева М.Д. Финансовая устойчивость предприятия – основа устойчивого развития национальной экономики / М.Д. Зияева // Вестник национального университета. Душанбе: «Сино». – 2007. – № 1(33). – С. 161-167. (0,5 п.л.).

#### **Б) В других изданиях**

[20-А]. Зияева М.Д. Роль инвестиционной составляющей в обеспечении ускоренной индустриализации / М.Д. Зияева / Ускоренная индустриализация и вопросы ее реализации в Таджикистане // Материалы международной научно-практической конференции. – Душанбе. – 2023. – С.152-156. (0,5 п.л.).

[21-А]. Зияева М.Д. К вопросу о формировании принципов интегральной оценки эффективности инвестиционной деятельности / М.Д. Зияева / Устойчивое развитие экономики: состояние, проблемы и перспективы // Материалы международной научно-практической конференции. – Пинск. – 2023. – Ч.1. – С. 33-36. (0,4 п.л.).

[22-А]. Зияева М.Д. Структурные элементы современной концепции инвестиционно-промышленной политики государства / М.Д. Зияева / Формирование систем государственного и местного управления в условиях цифровизации экономики // Материалы республиканской научно-практической конференции. – Душанбе. – 2022. – С.77-85. (0,5 п.л.).

[23-А]. Зияева М.Д. Формирование эффективного механизма инвестиционного обеспечения предпринимательских структур в промышленности

/ М.Д. Зияева / Банковская система: устойчивость и перспективы развития // Материалы международной научно-практической конференции. – Пинск. – 2022. – С.72-76. (0,5 п.л.).

[24-А]. Зияева М.Д. Организационно-экономический механизм развития производственного предпринимательства в Республике Таджикистан / М.Д. Зияева / Национальные экономические системы в контексте формирования глобального экономического пространства // Материалы международной научно-практической конференции. – Симферополь. – 2021. – С. 297-300. (0,4 п.л.).

[25-А]. Зияева М.Д. Этапы развития инвестиционной концепции Республики Таджикистан / Р. Фаррухи, М.Д. Зияева / Национальные экономические системы в контексте формирования глобального экономического пространства // Материалы международной научно-практической конференции. – Симферополь. – 2020. – С.290-293. (0,45 п.л., соавтор., автором – 0,3 п.л.).

[26-А]. Зияева М.Д. Устойчивое развитие: бизнес и инвестиции / М.Д. Зияева / Реализация целей устойчивого развития: зарубежная и национальная практика // Материалы международной научно-практической конференции. – Душанбе. – 2020. – С. 117-122. (0,5 п.л.).

[27-А]. Зияева М.Д. Оптимизация налогообложения производственного предпринимательства как фактор обеспечения ускоренной индустриализации в Республике Таджикистан / М.Д. Зияева // Таджикистан: экономика и управления – Душанбе. – 2020. – №1. – С. 96-102. (0,5 п.л.).

[28-А]. Зияева М.Д. Инвестиционные аспекты индустриализации экономики Таджикистана/Национальные экономические системы в контексте формирования глобального экономического пространства / М.Д. Зияева // Материалы международной научно-практической конференции. – Симферополь. – 2019. – С. 611-615. (0,3 п.л.).

[29-А]. Зияева М.Д. Финансовые источники индустриализации: теоретический аспект / М.Д. Зияева / Стратегические подходы государственного и местного управления в условиях глобализации // Материалы республиканской научно-практической конференции. – Душанбе. – 2019. – С. 85-89. (0,3 п.л.).

[30-А]. Зияева М.Д. Механизм формирования прибыли в предпринимательской деятельности / М.Д. Зияева // Материалы X International Scientific Conference «Scientific achievement of the third millennium». – Нью-Йорк. – 2019. – С. 4-8. (0,4 п.л.).

[31-А]. Зияева М.Д. Основные проблемы привлечения иностранных инвестиций в экономику Республики Таджикистан / М.Д. Зияева / Финансовые проблемы развития национальной экономики в современных условиях // Материалы республиканской научно-практической конференции. – Душанбе. – 2018. – С. 124-227. (0,25 п.л.).

[32-А]. Зияева М.Д. Проблемы развития бизнеса в Таджикистане: инвестиционный фактор / М.Д. Зияева / Актуальные проблемы развития современного предпринимательства в Республике Таджикистан // Материалы республиканской научно-практической конференции. – Душанбе. – 2017. – С. 54-58. (0,3 п.л.).