

НОВЫЕ МЕХАНИЗМЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНУЮ ЭКОНОМИКУ ЗА СЧЕТ ВЫПУСКА АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ

З.А. Ашуров -

*Центр исследования проблем приватизации и
управления государственными активами*

Изучение природы мировых и локальных экономических кризисов показывает, что для всех них характерны определенные черты и стадии, в частности, рост рыночной стоимости активов (особенно ценных бумаг и недвижимости), в условиях прекращения инвестиций денежный голод и отсутствие платежных средств для покрытия своих краткосрочных и долгосрочных обязательств у конкретных субъектов рынка, падение, на протяжении всего периода кризиса, стоимости активов и обрушение рынков, сопровождающееся массовыми банкротствами предприятий и катастрофически ухудшающимся материальным положением населения.

Это обуславливает разработку мер, направленных на изыскание нетрадиционных источников финансирования, альтернативных традиционному банковскому кредиту, а также создание механизмов и инструментов, позволяющих предотвращать массовые банкротства предприятий. В этой связи, в данной статье нами изложены научные основы создания новых механизмов привлечения инвестиций в экономику страны за счет выпуска ценных бумаг, преимущественно акций и облигаций.

В качестве нового механизма привлечения инвестиций за счет выпуска акций можно считать механизм, так называемый ESOP. **ESOP (от англ. *Employee Stock Ownership Plan*)** - план владения акциями работниками АО, согласно которому предприятие за счет отчислений из прибыли или за счет заемных средств создает фонд, который приобретает полностью или частично акции АО (в том числе принадлежащих государству), а затем распределяет их постепенно (на протяжении нескольких лет) между работниками данного АО.

Полагаем, что при реализации государственных пакетов акций в акционерных обществах, в условиях, когда государственные пакеты акций не реализовываются на внешних рынках из-за неликвидности акций, IPO акция предприятий с государственным участием не дает должного результата или завершается провалом, тогда применение механизма ESOP может дать должный эффект.

В зарубежной практике, преимущественно в США, ESOP создается как трастовый фонд. Здесь компании могут размещать вновь выпущенные акции, занимать деньги для покупки акций компании или финансировать траст наличными для покупки акций компании. Между тем, сотрудники компании могут накапливать все большее количество акций, и эта сумма может увеличиваться со временем в зависимости от срока их работы. Эти акции предназначены для продажи только во время или после выхода на пенсию или увольнения, и работник получает вознаграждение в виде денежной стоимости своих акций²⁸.

Преимущество данного механизма в том что, работникам компании предоставляется способ заработать больше денег, увеличить свое вознаграждение и, по сути, получить вознаграждение за свою тяжелую работу и приверженность делу. Наличие доли в компании должно заставить сотрудников чувствовать себя более ценными и, возможно, сделать работу более увлекательной.

В 2020 году Законом Республики Узбекистан от 21 июля №ЗРУ-629 "О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики

²⁸ Ganti A. Employee Stock Ownership Plan (ESOP): What It Is, How It Works, Advantages. Investopedia, July 20, 2022. [Electronic resource]. – URL: <https://www.investopedia.com/terms/e/esop.asp>

Узбекистан”²⁹ были внесены изменения и дополнения в Законы Республики Узбекистан “О рынке ценных бумаг” и “Об обществах с ограниченной и дополнительной ответственностью”, и тем самым, был сделан шаг к либерализации условий выпуска **корпоративных облигаций**, что можно рассматривать расширение возможностей и механизмов привлечения инвестиций в экономику за счет этого вида ценных бумаг.

В целях расширения доступа населения к государственным услугам, постановлением Кабинета Министров Республики от 6 октября 2022 года №572 утвержден Административный регламент оказания государственной услуги по государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг, внесении изменений и (или) дополнений в выпуск ранее зарегистрированных государством ценных бумаг, аннулировании выпуска ранее зарегистрированных государством ценных бумаг³⁰. Документ определяет порядок оказания государственных услуг по государственной регистрации выпуска ценных бумаг, в том числе облигаций, но не регламентирует другие особые условия и порядок выпуска корпоративных облигаций.

Однако, считаем, что принятие данного закона требует разработки и утверждения отдельного нормативно-правового акта, регулирующего и устанавливающего особые условия и порядок выпуска корпоративных облигаций. В целях восполнения законодательного пробела и создания нового механизма привлечения инвестиций за счет выпуска корпоративных облигаций, предлагаем разработать и утвердить другой документ – *Административный регламент оказания государственных услуг по государственной регистрации выпуска корпоративных облигаций*, которым можно было не только определить порядок оказания государственных услуг по государственной регистрации выпуска корпоративных облигаций, но и подробно урегулировать вопросы принятия и утверждения решения о выпуске корпоративных облигаций, подготовки и утверждения проспекта эмиссии, постановки на учет выпуска корпоративных облигаций, раскрытия информации о выпуске корпоративных облигаций, размещения и погашения корпоративных облигаций. Одной из новаций данного документа должно быть то, что ни в каких нормативно-правовых актах не встречается, это – нормы, касающиеся номинальной стоимости и сроков выпуска корпоративных облигаций. Например, в регламенте можно установить, что номинальная стоимость корпоративной облигации не может быть менее ста тысяч сумов; номинальная стоимость всех выпускаемых эмитентом корпоративных облигаций в пределах одного выпуска должна быть одинаковой. При этом один и тот же эмитент может осуществлять выпуски корпоративных облигаций с различными номиналами.

Отдельные положения должны быть отведены вопросам раскрытия информации о выпуске корпоративных облигаций. Поскольку, если обществам с ограниченной ответственностью предоставляется право выпуска корпоративных облигаций, то им тоже необходимо будет соблюдать законодательство о рынке ценных бумаг, и раскрывать информацию в качестве эмитента корпоративных облигаций. Полагаем, что предлагаемый документ может создать более удобный и упрощенный механизм привлечения инвестиций за счет выпуска облигаций.

²⁹ Закон Республики Узбекистан от 21 июля 2020 года №ЗРУ-629 “О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Узбекистан” // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан (www.lex.uz)

³⁰ Постановление Кабинета Министров Республики от 6 октября 2022 года №572 “Об утверждении Административного регламента оказания государственной услуги по государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг, внесении изменений и (или) дополнений в выпуск ранее зарегистрированных государством ценных бумаг, аннулировании выпуска ранее зарегистрированных государством ценных бумаг” // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан (www.lex.uz)

Еще одним новым механизмом привлечения инвестиций в экономику страны может быть, на наш взгляд, **выпуск зеленых облигаций**, которые можно рассматривать в качестве финансового механизма развития зеленой экономики.

В последние годы в Узбекистане реализуются широкомасштабные реформы по углублению структурных преобразований, модернизации и диверсификации базовых отраслей экономики и сбалансированному социально-экономическому развитию территорий. Одна из таких реформ направлена на поддержку и развитие в республике «зеленой экономики». Так, Постановлением Президента Республики Узбекистан от 4 октября 2019 года №ПП-4477³¹ утверждена Стратегия по переходу Республики Узбекистан на «зеленую» экономику на период 2019-2030 годов, в Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы, утвержденной Указом Президента Республики Узбекистан от 28 января 2022 года №УП-60³², в качестве одной из целей стратегии определено бесперебойное обеспечение экономики электроэнергией, активное внедрение технологий «зеленой экономики» во все сферы.

В этой связи, внедрение и применение в стране зеленых облигаций, как финансового механизма поддержки и развития «зеленой экономики», является весьма актуальным вопросом. По сущности, **зеленая облигация** — это тип инструмента с фиксированным доходом, который специально предназначен для сбора денег для реализации климатических и экологических проектов³³. Такие облигации считаются неотъемлемой частью зелёной экономики, которая способствует достижению экологических целей, таких как смягчение последствий изменения климата, адаптация к изменению климата, сохранение природных ресурсов, сохранение биоразнообразия, а также предотвращение и контроль загрязнения.

В Узбекистане рынок зеленых облигаций пока не развит. Есть мнение, что в последние годы отмечается постепенный рост активности «зеленого» финансирования, и были внедрены такие инструменты финансирования, как «зеленые» кредиты и облигации. Так, в августе 2021 года правительством Узбекистана первым в СНГ были выпущены облигации на сумму 870 млн. долл. США для целевого финансирования Целей устойчивого развития ООН (Sovereign SGD Bonds)³⁴. Данная программа выпуска ЦУР-облигаций Узбекистана была реализована при поддержке ПРООН и разработана в соответствии с принципами зеленых облигаций.

Несмотря на то, что сделаны важные шаги для выпуска облигаций устойчивого развития на зарубежные рынки, тем не менее, их выпуск на местном рынке пока не практикуется. В этой связи, на наш взгляд, в дальнейшем Узбекистану необходимо принять меры по развитию также и местного рынка зеленых облигаций, чтобы к выпуску зеленых облигаций активно подключались также и отечественные компании. Фондовая биржа «Тошкент» должна создать специальный «сегмент зеленых облигаций» с целью поддержки инновационных эмитентов в области устойчивого финансирования и улучшения доступа, гибкости и прозрачности для инвесторов. Выпуск местными компаниями зеленых облигаций позволит направить доходы от этих облигаций на финансирование конкретных «зеленых проектов» для развития возобновляемых источников энергии и связанной с ними инфраструктуры, повышения

³¹ Постановление Президента Республики Узбекистан от 4 октября 2019 года №ПП-4477 «Об утверждении Стратегии по переходу Республики Узбекистан на «зеленую» экономику на период 2019-2030 годов». // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан (www.lex.uz)

³² Указ Президента Республики Узбекистан от 28 января 2022 года №УП-60 «О Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы». // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан (www.lex.uz).

³³ Green Bond. Investopedia, September 21, 2022. [Electronic resource]. – URL: <https://www.investopedia.com/terms/g/green-bond.asp>

³⁴ Government of Uzbekistan issues historic bond on London Stock Exchange. UNDP, August 2, 2021. [Electronic resource]. – URL: <https://www.undp.org/uzbekistan/press-releases/government-uzbekistan-issues-historic-bond-london-stock-exchange>

энергоэффективности, электрификации транспорта и теплоснабжения. Таким образом, компании будут стремиться повысить свою «зеленую» или устойчивую репутацию, сосредоточив внимание на возобновляемых источниках энергии, сокращении загрязнения или изменении климата.

Таким образом, полагаем, что реализация вышепредложенных мер и механизмов, как нетрадиционных источников финансирования, могли бы помочь в привлечении инвестиций в экономику страны за счет выпуска акций и облигаций в посткризисный период.

МАМЛАКАТ ИНВЕСТИЦИОН ЖОЗИБАДОРЛИГИНИ ОШИРИШДА МОЛИЯВИЙ ИНСТИТУТЛАРНИНГ ЎРНИ

У.Ж. Мусабеков -

*«Ўзбекистон иқтисодиётини ривожлантириш муаммолари
ва илмий асослари» илмий тадқиқот маркази*

Рақобатбардош иқтисодиётнинг шаклланиши ва ривожланиши кўп жиҳатдан мамлакатдаги инвестиция жараёнларини тартибга солиш самарадорлиги ва унинг инвестиция имиджининг (reputation) ўсиши билан белгиланади.

Инвестицион жозибadorлик ва инвестиция имиджи (reputation) ўртасидаги муносабатларнинг муҳим йўналишлари қуйидагилардир:

тармоқ минтақавий инвестиция форумларини ташкил етиш, унинг мақсади менежерлар ва мутахассислар, республика ва минтақавий ижро етувчи ҳокимият органлари, вазирлик ва идоралар, ИТ мутахассислари, илмий ва таълим тизими, халқаро инвестиция бизнеси, республикада аккредитациядан ўтган халқаро ташкилотлар вакиллари ва бошқалар учун инвестиция жараёнларини ривожлантириш бўйича мунозарали платформани шакллантиришдан иборат;

тармоқлар ва ҳудудларнинг инвестицион жозибadorлигини ривожлантириш бўйича индекслар (рейтинглар) миллий тизимини шакллантириш: Ўзбекистон Республикасининг инвестицион салоҳиятини баҳолаш, тармоқлар ва ҳудудларнинг инвестицион жозибadorлигини халқаро стандартларга мувофиқ рейтинг (индекс) баҳоларини тузиш;

йирик инвестиция лойиҳаларини амалга оширишга кўмаклашиш ва ривожланиш учун шарт-шароитлар яратиш бизнес ҳамжамиятини ривожлантириш: кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик еҳтиёжлари учун янги инвестиция имкониятларини ривожлантириш; бизнес жараёнларини оптималлаштириш ва инвестиция лойиҳалари самарадорлигини ошириш; лойиҳаларни бошқариш механизмларини жорий етиш;

инвестиция жараёнлари ҳолатини мониторинг (monitoring) қилиш ва баҳолаш методологияси ва воситаларини ҳамда статистик (шу жумладан очиқ маълумотлар платформасидан фойдаланган ҳолда) ва бошқа маълумотларни тўплаш, қайта ишлаш, таҳлил қилиш, тақдим етиш ва тарқатиш технологиясини такомиллаштиришга ёрдам берадиган ахборот-таҳлил тизимини жорий етиш, илмий, услубий, статистик нашрларни нашр етиш тўпламлар ва бошқа материаллар;

инвестиция фаолиятини давлат ва минтақавий тартибга солиш, стратегик менежментни, минтақалараро муносабатларни ривожлантиради, давлат-хусусий инвестиция шериклиги асосида инвестиция инфратузилмасини ривожлантиришга имкон беради (сифат менежменти, индикатив режалаштириш, ауцорсинг, краудсорсинг ва бошқаларни жорий этиш асосида);

хусусий мулкни ҳимоя қилишнинг асосий Қонунчилик базасини яратиш, норматив-ҳуқуқий ҳужжатларни халқаро нормалар ва қоидалар билан максимал даражада уйғунлаштириш, шунингдек суд-ҳуқуқ тизимини ислоҳ қилиш, иқтисодий,