

3/2025,
may-
iyun
(№ 00077)



PRIVATIZATION OF STATE-OWNED ENTERPRISES IN UZBEKISTAN: CHALLENGES AND OPPORTUNITIES THROUGH IPO/SPO MECHANISMS

*Doctor of Business Administration,
Associate Professor, **Sung Tae Kyun**
Department of Green Economics, Tashkent State University of Economics.*

Email: narita005@hanmail.net

DOI: https://doi.org/10.55439/EIT/vol13_iss3/674

Abstract

This study explores the privatization of state-owned enterprises (SOEs) through Initial Public Offerings (IPO) and Secondary Public Offerings (SPO), with a focus on Uzbekistan's evolving capital market. Drawing on international experiences from countries such as Korea, China, India, and Turkey, the research highlights how SOE listings can enhance corporate governance, attract foreign investment, increase transparency, and stimulate overall economic development. The article analyzes Uzbekistan's current market environment, including government-led reforms, investor base limitations, weak listing infrastructure, and challenges in disclosure and corporate governance. While recent initiatives demonstrate a strong governmental push for IPOs of major SOEs, the study identifies systemic barriers such as insufficient institutional investors, underdeveloped underwriting practices, and a lack of market awareness among retail investors. The paper concludes with actionable recommendations, including phased IPO implementations, capacity building for investment banks, strengthening disclosure practices, and fostering public interest in equity investment. The findings aim to support Uzbekistan's strategic transition from a state-led to a market-oriented economy through sustainable and well-managed privatization programs.

Keywords: State-owned enterprises (soes), privatization, initial public offering (ipo), secondary public offering (spo), capital market development, corporate governance, Uzbekistan economy, stock exchange reform, foreign investment, retail investors, public sector reform, transparency and disclosure, market infrastructure.

O‘ZBEKISTON DAVLAT KORXONALARINI XUSUSIYLASHTIRISH: IPO/SPO MEXANIZMLARI ORQALI IMKONIYATLAR VA MUAMMOLAR

*Biznes boshqaruvi doktori, Dotsent **Sung Tae Kyun**,
Yashil iqtisodiyot kafedrası, Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti*

Annotatsiya

Mazkur tadqiqot davlat korxonalarini (SOEs) boshlang'ich ommaviy takliflar (IPO) va ikkilamchi ommaviy takliflar (SPO) orqali xususiylashtirish masalasini o'rganadi, ayniqsa O'zbekistonning rivojlanayotgan kapital bozori doirasida. Koreya, Xitoy, Hindiston va Turkiya kabi davlatlarning tajribasiga tayanilgan holda, ushbu maqola davlat korxonalarining fond bozoriga chiqarilishi orqali korporativ boshqaruvni takomillashtirish, xorijiy investitsiyalarni jalb qilish, oshkoralikni ta'minlash va iqtisodiy o'sishni rag'batlantirish imkoniyatlarini ko'rsatadi. Maqolada O'zbekistonda olib

borilayotgan islohotlar, investorlar bazasining zaifligi, listing infratuzilmasining yetarli emasligi, hamda oshkoralik va korporativ boshqaruvdagi muammolar tahlil qilinadi. Hukumat tomonidan yirik SOE'larning IPO orqali xususiyashtirilishi bo'yicha jiddiy tashabbuslar kuzatilayotgan bo'lsa-da, institut sarmoyadorlarning kamligi, underwriterlar faoliyatining zaifligi va aholining fond bozori haqida yetarli bilimga ega emasligi kabi tizimli to'siqlar mavjud. Tadqiqot bosqichma-bosqich IPO joriy etish, investitsion banklar salohiyatini oshirish, oshkoralik tizimini kuchaytirish va aholining aksiyalarga bo'lgan qiziqishini rag'batlantirish bo'yicha takliflarni ilgari suradi. Ushbu xulosalar O'zbekistonning davlatga asoslangan iqtisodiyotdan bozor mexanizmlariga asoslangan tizimga o'tishida muhim ahamiyatga ega bo'ladi.

Kalit so'zlar: Davlat korxonalar (SOEs), xususiyashtirish, boshlang'ich ommaviy taklif (IPO), ikkilamchi ommaviy taklif (SPO), kapital bozorini rivojlantirish, korporativ boshqaruv, O'zbekiston iqtisodiyoti, fond birjasi islohoti, xorijiy investitsiyalar, chakana investorlar, davlat sektori islohoti, oshkoralik va axborot berish, bozor infratuzilmasi.

ПРИВАТИЗАЦИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ В УЗБЕКИСТАНЕ: ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ЧЕРЕЗ МЕХАНИЗМЫ IPO/SPO

*Доктор бизнес администрирования, Доцент **Sung Tae Kyun**,
Кафедра зеленой экономики, Ташкентский государственный экономический университет*

Аннотация

В статье рассматривается процесс приватизации государственных предприятий (ГП) через первичное (IPO) и вторичное (SPO) публичное размещение акций, с акцентом на развивающийся фондовый рынок Узбекистана. Основываясь на международном опыте таких стран, как Южная Корея, Китай, Индия и Турция, исследование показывает, что листинг ГП способствует улучшению корпоративного управления, привлечению иностранных инвестиций, повышению прозрачности и стимулированию экономического роста. В статье анализируется текущая рыночная среда Узбекистана, включая государственные реформы, ограниченность базы инвесторов, слабую инфраструктуру листинга, а также проблемы раскрытия информации и управления. Несмотря на усилия правительства по выводу крупных ГП на IPO, в исследовании отмечаются системные барьеры — недостаток институциональных инвесторов, низкий уровень подготовки андеррайтеров и слабая инвестиционная культура среди населения. В заключение представлены рекомендации по поэтапному проведению IPO, развитию инвестиционных банков, усилению раскрытия информации и повышению интереса граждан к фондовому рынку. Полученные выводы направлены на поддержку стратегического перехода Узбекистана от государственной модели экономики к рыночной системе через устойчивые и грамотно организованные программы приватизации.

Ключевые слова: Государственные предприятия (ГП), приватизация, первичное публичное размещение акций (IPO), вторичное публичное размещение акций (SPO), развитие фондового рынка, корпоративное управление, экономика Узбекистана, реформа фондовой биржи, иностранные инвестиции, розничные инвесторы, реформа государственного сектора, прозрачность и раскрытие информации, рыночная инфраструктура.

Введение

В течение последних десятилетий государственные предприятия Узбекистана обладали монопольным статусом и возглавляли развитие ключевых отраслей промышленности. Однако для перехода к креативной рыночной экономике развитие частного сектора было признано неотложной задачей.

В связи с этим правительство Узбекистана уделяет особое внимание подготовке нового импульса для стабильного экономического роста путем повышения эффективности бизнеса за счет приватизации государственных предприятий (ГП) и продвижения частных предприятий на биржу.

В частности, ожидается, что листинг на фондовом рынке будет играть роль одного из основных средств приватизации таких ГП. Приватизация ГП через IPO продвигается в различных странах с целью повышения эффективности корпораций, улучшения качества услуг и облегчения финансирования. В то же время приватизация ГП через IPO привела к качественному и количественному улучшению фондового рынка, а в некоторых зарубежных странах можно наблюдать общую рыночную инфраструктуру, правовые и институциональные улучшения.

Рынок капитала - это финансовая система, которая привлекает долгосрочные средства и предоставляет возможности для инвестиций между компаниями и инвесторами, и если этот рынок капитала будет развиваться вместе с приватизацией SOE, это, безусловно, окажет очень положительное влияние на национальную экономику в целом.

В прошлом, в эпоху развития экономики, Корея также не хватало частного капитала, поэтому правительство создало ряд государственных предприятий на средства, полученные от иностранной помощи, и с тех пор накопление частного капитала шло полным ходом, а приватизация государственных предприятий в Корею осуществлялась последовательно, начиная с 1980-х годов. После азиатского финансового кризиса 1997 года было приватизировано большое количество государственных предприятий. В результате фондовый рынок также быстро развивался.

Цель данного исследования - изучить эффективность листинга ГП на примере зарубежных стран, а также проблемы, с которыми сталкивается фондовый рынок Узбекистана, и выработать рекомендации по дальнейшему совершенствованию.

В то время, когда в Узбекистане ожидается активная приватизация государственных предприятий в будущем посредством листинга на фондовом рынке. Таким образом, данное исследование будет весьма значимым для анализа текущего состояния рынка и задач по его совершенствованию.

Обзор литературы

Что касается влияния листинга SOE на развитие рынка капитала, то Оливер и Вайман (Oliver and Wyman, 2021) исследовали влияние листинга SOE на развитие рынка капитала. Он утверждает, что листинг SOE может значительно повысить капитализацию рынка и расширить базу инвесторов, особенно розничных и иностранных, при этом значительно повысив капитализацию рынка.

Однако в качестве предпосылок для успешного проведения листинга SE он указал на наличие хорошо функционирующей инфраструктуры рынка капитала и крупной базы институциональных инвесторов внутри страны.

В отчете рабочей группы ОЭСР (2003 г.) говорится, что в 1990-х годах соотношение капитализации фондового рынка и ВВП в странах ОЭСР удвоилось в результате листинга SOE, что в значительной степени способствовало развитию фондовых рынков.

Саня Боркович и др. (2020) в докладе Всемирного банка отмечают, что существуют значительные возможности для повышения операционной эффективности и корпоративного управления ГП в Центральной Азии.

Сунита Кикери (20-22) отмечает, что листинг и продажа акций государственных предприятий способствовали развитию рынков капитала во многих странах и что государственные предприятия являются основным источником капитала для государственных инвестиций.

Саид Гулямов и др. (2021) обнаружили, что реформы по развитию рынка ценных бумаг могут обеспечить практические решения для реформирования ГП в странах СНГ.

Развитие рынка ценных бумаг может поддержать процесс приватизации, предлагая больше государственных активов частным владельцам (через различные IPO и SPO), что также может привести к повышению прозрачности и подотчетности SOE (например, через обязательное раскрытие информации и эффективные системы корпоративного управления).

Уильям Л. Меггинсон и др. (2000) установили, что IPO оказали огромное влияние как на развитие фондовых рынков за пределами США, так и на участие в них индивидуальных и институциональных инвесторов, внеся значительный вклад в почти одиннадцатикратное увеличение общей капитализации мировых фондовых рынков с 3,4 до 38,7 трлн. долл. в период с 1983 по 1999 год. Шици Ву (2024) отметил, что листинг SOE имеет дополнительное преимущество в виде привлечения иностранных инвестиций и более тесной интеграции этих компаний с мировым финансовым рынком.

Анализ

С конца 2016 года Узбекистан приступил к проведению широкого спектра комплексных структурных реформ, направленных на оживление ключевых секторов, либерализацию рынков и внедрение рыночных механизмов в экономику.¹ В конце декабря 2015 года был утвержден Кодекс корпоративного управления, направленный на повышение эффективности акционерных обществ и системы корпоративного управления.

За этими усилиями последовало создание Агентства по управлению государственными активами (УЗАМА), которое в 2019 году возьмет в прямое владение около 400 государственных предприятий. В 2020 году были приняты меры в отношении крупных ГП, как в плане перехода на международные стандарты финансовой отчетности (МСФО), так и в плане разработки ключевых показателей эффективности (КПЭ).

В 2021 году была представлена стратегия владения ГП, в которой предлагается значительно сократить портфель ГП в 2021-2025 годах, а также содержится подробная дорожная карта по внедрению рациональных принципов управления ГП. 18 марта 2022 года был принят президентский указ "О дополнительных мерах по дальнейшему сокращению государственного участия в экономике и ускорению приватизации". В нем Министерству финансов поручено приватизировать некоторые крупные стратегические 32 ГП и три крупных государственных банка (ГБ).

¹ Умиджон Абдуллаев (январь 2020 г.), Государственные предприятия в Узбекистане: Подведение итогов и некоторые приоритеты реформ, рабочий документ Института Азиатского банка развития Страница 7

Недавно, в начале 2023 года, акции этих 32 крупных и стратегических ГП были переданы Агентству стратегических реформ (АСР), а инвестиционной компании UzAssets, созданной в 2020 году, было поручено управлять акциями этих компаний для повышения их операционной эффективности, обеспечения их прозрачности и укрепления практики корпоративного управления. Указом президента от 19 апреля 2024 года был подписан план проведения IPO и SPO 12 крупнейших ГП с целью реструктуризации ГП для повышения их конкурентоспособности, улучшения управления и оптимизации распределения ресурсов.

К институциональным инвесторам относятся брокерские фирмы, банки, страховые компании, инвестиционные трасты, а также другие пенсионные фонды, документы и фонды. Институциональные инвесторы оказывают большое влияние на формирование цен на акции, поскольку они инвестируют в акции, используя свой опыт, основанный на их больших финансовых ресурсах, организационной сети и доступной информации. Во многих случаях расширение институциональных инвестиций способствует росту цен на акции и снижению их волатильности.

Институциональные инвесторы могут привести к фундаментальному улучшению качества компаний, что необходимо для более здорового рынка капитала. Иными словами, активные инвестиции институциональных инвесторов в акции могут способствовать улучшению корпоративного управления и повышению стоимости компаний.

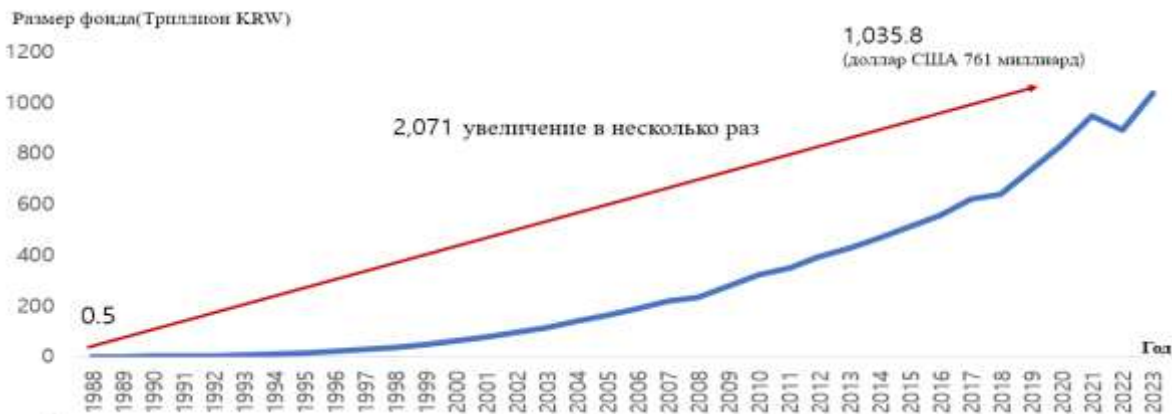
В настоящее время в Узбекистане ограниченное количество институциональных инвесторов, и не все из них участвуют в IPO, что затрудняет усвоение рынком акций IPO. Кроме того, отсутствие институциональных инвесторов препятствует правильному процессу ценообразования IPO. Под формированием цены понимается представление желаемой стоимости IPO, определяемой андеррайтерами с учетом внутренней стоимости кандидатов на листинг, относительной стоимости, деловой целесообразности и т. д. компаний, с целью определения соответствующих цен размещения.

Национальный пенсионный фонд Кореи быстро развивался и позиционировал себя как институциональный инвестор, представляющий фондовый рынок. Он уже давно владеет акциями "голубых фишек" на фондовом рынке, не только выступая в качестве предохранительного клапана для рынка, но и помогая улучшить корпоративное управление зарегистрированных на бирже компаний, используя право голоса в качестве акционера.

Иностранные инвесторы не участвуют в узбекском фондовом рынке из-за недостатка информации о рынке, а также из-за небольшого размера рынка, низкой ликвидности рынка и т. д. Кроме того, вопросы, связанные с конвертируемостью валюты и репатриацией прибыли, усложняют инвестиционный процесс.

Иностранные инвестиции на фондовом рынке выходят за рамки простого притока капитала и способствуют стабильности рынка. Поскольку иностранные инвесторы принимают инвестиционные решения на основе своего опыта и информации, полученной на различных мировых рынках, их инвестиционные модели играют важную роль в повышении доверия к рынку. В частности, когда иностранные инвесторы вливают крупные суммы капитала, они могут послать положительный сигнал другим инвесторам и привлечь дополнительный капитал

Национальный пенсионный фонд Кореи



Источник: Национальный пенсионный фонд Кореи (НПС)

Иностранные инвесторы также повышают ликвидность рынка и цену акций. Розничные инвесторы имеют очень краткосрочный инвестиционный горизонт. Они играют очень важную роль в обеспечении ликвидности и соответствующей динамики цен на акции. В частности, расширение базы розничных инвесторов вносит значительный вклад в рост и развитие фондового рынка.

Розничные инвесторы, как мотыльки на огонь, гонятся за прибылью и следуют за ней везде, где только могут ее найти.²

Индивидуальные инвесторы в Узбекистане сталкиваются с рядом проблем, которые могут препятствовать их эффективному участию на фондовом рынке, таких как ограниченное наличие полной и доступной информации о компаниях, зарегистрированных на бирже. Кроме того, розничные инвесторы сталкиваются с такими проблемами, как отсутствие на рынке качественных акций, из которых можно выбирать, что затрудняет формирование стабильного широкого портфеля. В настоящее время доля индивидуальных инвесторов на фондовом рынке очень мала: в октябре прошлого года продажи и покупки составили 4,99% и 0,79% от общего объема сделок соответственно, и влияние розничных инвесторов на рынок минимально. Доля индивидуальных инвесторов на корейском фондовом рынке значительно увеличилась за последние годы. По состоянию на 2023 год на долю розничных инвесторов приходилось около 70 % от общего объема биржевых торгов. В июле 2024 года на долю иностранцев приходилось 36,1 % рыночной капитализации рынка KOSPI (Main Board Market).

² На конец июля 2024 года розничные инвесторы держали около 120 триллионов KRW (около 87 миллиардов долларов по обменному курсу на июль 2024 года) в зарубежных инвестициях в акции, что эквивалентно 6 % рыночной капитализации KOSPI, с заметным смещением в сторону инвестиций в американские технологические акции и высокорискованные производные с заемными средствами. Несмотря на многочисленные недостатки трансграничной торговли, включая высокие комиссии, налоговое бремя и затраты на обмен валюты, интерес к иностранным акциям среди розничных инвесторов называют "сумасшедшим".

Количество розничных инвесторов в Корее³

Источник: Корейский депозитарий ценных бумаг

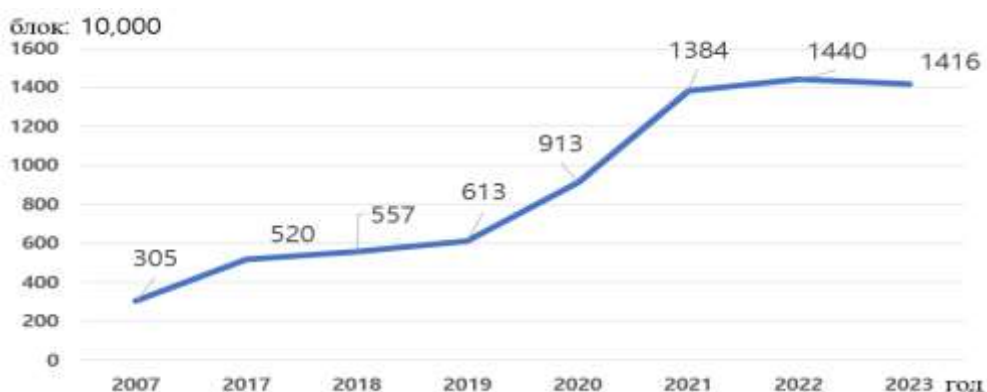


Источник: Ташкентская фондовая биржа

При первичном публичном размещении акций ведущие менеджеры заранее определяют спрос на акции, размещаемые в рамках публичного размещения, чтобы установить цену публичного размещения, что называется книжной структурой или спросом прогнозирование.

Когда компания размещает свои акции на фондовом рынке, используется метод конкурентных торгов, при котором институциональным инвесторам предлагается предложить свою цену для публичного размещения, а затем рассчитываются средние любимые цены институциональных инвесторов после вычета самой высокой и самой низкой цены, чтобы установить цену публичного размещения на разумном уровне. Этот метод широко используется в мире.

Однако большинство узбекских компаний, занимающихся ценными бумагами, являются небольшими, не имеют достаточных финансовых возможностей и не выступают в качестве андеррайтеров. Цена предложения определяется после консультаций между УзАМА, компаниями, желающими получить листинг, и, наконец, брокерами по ценным бумагам.



Конечно, даже в этом случае государственная сторона все равно контролирует процессы ценообразования.

Как правило, андеррайтеры общаются с компаниями, претендующими на листинг, в течение длительного времени, помогая им реструктурировать себя в компанию, подходящую для листинга, и в конечном итоге компания представляет отчет о комплексной проверке IPO, уделяя достаточно времени тщательному анализу финансовых по

казателей эмитента, бизнес-рисков и возможностей менеджмента. Если в процессе Юридическая экспертиза выявляются серьезные проблемы, ведущий менеджер должен работать с эмитентом, чтобы исправить ситуацию или отозвать предложение. Однако в Узбекистане подобная функция компании по ценным бумагам отсутствует.

Ведущий менеджер также должен проверить репутацию компании на фондовой бирже. В Узбекистане, однако, брокерские фирмы не выполняют роль должной осмотрительности в отношении кандидатов на листинг. За проверку компаний, желающих выйти на биржу, отвечает правительство, а не фондовая биржа.

Прозрачность и практика раскрытия информации государственными предприятиями в Узбекистане ряд проблем. В настоящее время предпринимаются усилия по повышению прозрачности и подотчетности, в том числе инициативы по переходу на международные стандарты бухгалтерского учета. Однако в достижении полного соответствия и прозрачности сохраняются проблемы.⁴

В состав наблюдательных советов узбекских ГП часто входят государственные служащие, что может привести к конфликту интересов. Такая схема напоминает структуру управления в других странах с доминирующей государственной экономикой, где политическое влияние может подорвать независимость и эффективность советов⁵.

Обязательства компаний, зарегистрированных на бирже, по раскрытию информации можно разделить на своевременное и регулярное раскрытие, и инвесторам трудно получить точную корпоративную информацию, поскольку информация о компании неточно отражается в квартальном и годовом отчете, которые являются периодическими раскрытиями. Что касается своевременного раскрытия информации, то оно должно осуществляться сразу же, как только появляется причина для раскрытия. Однако в связи с отсутствием оперативности на рынке

Узбекистана возникают проблемы с защитой инвесторов.

Ташкентская фондовая биржа (ТФБ) в Узбекистане служит платформой для листинга нескольких государственных предприятий (ГП), имеющих ключевое значение для экономического ландшафта страны. Эти компании относятся к различным секторам экономики, что отражает диверсификацию экономики Узбекистана и стратегию правительства по повышению прозрачности и привлечению иностранных инвестиций путем публичного листинга.

Ключевые сектора и государственные предприятия, представленные на Ташкентской фондовой бирже, включают энергетику, банковские и финансовые услуги, телекоммуникации, коммунальные услуги, транспорт и логистику, горнодобывающую и металлургическую промышленность, а также сельское хозяйство.

Некоторые ГП были частично приватизированы и теперь котируются на бирже. Правительство наметило стратегию дальнейшей приватизации SOE, ориентируясь на сектора, которые могут процветать в условиях конкуренции.

Этот новый этап "Народного IPO" следует за президентским указом от 19 апреля 2024 года, в котором говорилось о первичном и вторичном публичном размещении акций нескольких крупных компаний.

⁴ Nicolo', G., & Andrades-Peña, F. J. (2024). Влияет ли корпоративное управление на практику раскрытия информации об экологических, социальных и управленческих аспектах на государственных предприятиях? Международное исследование. Corporate Social Ответственность и экологический менеджмент, Отсутствует.

12 крупнейших государственных предприятий

Алмалыкский горно-металлургический комбинат (2%)
Узбектелеком (2%)
О'zbekiston Pochtasi (UzPost) (5%)
Электрон онлайн-аукционларни ташкил этиш (Организация электронных онлайн-аукционов) (5%)
Узбекская товарная биржа (2,4%)
О'zbekgeologiya qidiruv (Узбекская геологическая разведка) (2%)
Узбекгеофизика (2%)
О'zbekgidroenergo (Узбекгидроэнерго) (2%)
Узтемирюльконтейнер (4%)
Темирё'лкарго (Утыкарго) (4%)
UzAuto Motors Powertrain (5%)
РГП "Тошкент" (5%)

✂ ГП, выделенные желтым цветом, являются компаниями, зарегистрированными на бирже, их количество указано в скобках указывает процент уставного капитала, подлежащего приватизации.

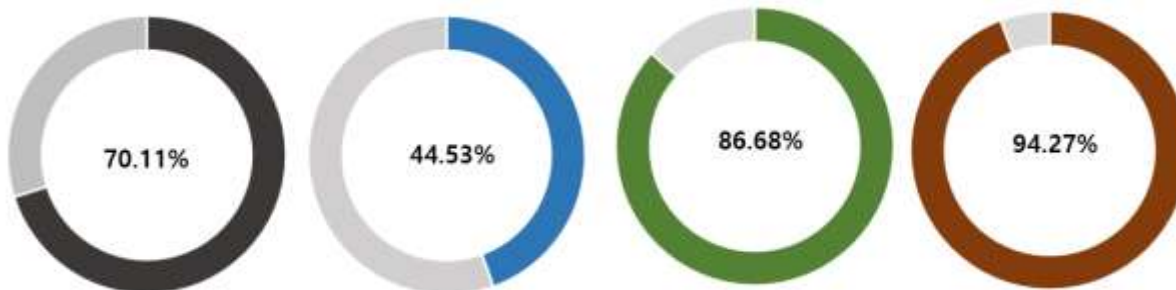
Источник: Новости" на сайте УзСАМА

Дела об IPO/SPO

Сектор	ГП, включенные в листинг	Продукция/услуги
Производство	Кварц (IPO/SPO) 27 декабря 2019 г.	Строительное стекло
Производство	Jizzax Plastmassa (IPO) 18 марта 2020 г.	Поставка пленки и труб для сельскохозяйственного и строительного секторов
Производство	Механика Zavodi(SPO)27 октября 2020 г.	Производство запасных частей для самолетов
Энергия	Узбек Нефтегаз (входит в котировальный список UZSE)4 апреля 2022 года	Национальная нефтегазовая промышленность
Телекоммуникации	Узбек телеком (IPO) 20 декабря 2023 г.	Предоставление услуг Интернета, мобильной и фиксированной связи
Страхование	Узбеки вест (IPO) 20 декабря 2023 г.	Экспортно-импортная страховая компания
Автомобили	UzAuto Motors (IPO) 20 февраля 2023 г.	Известное автомобильное производство
Обмен	Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа (SPO) 13 ноября 2024 г.	Товарная биржа

Источник: Ташкентская фондовая биржа

На листинг претендуют 12 крупных ГП, но на сегодняшний день только три компании провели IPO/SPO. Примечательно, что только одна компания получила листинг с 2024 года. Маловероятно, что в ближайшем будущем эти крупные SOE смогут провести листинг все сразу. Это связано с тем, что рынок пока не в состоянии справиться с объемом крупных размещений. В случае с IPO UzAuto было продано только 29,1%⁶ от объема предложения, поэтому рыночные условия все еще не являются благоприятными.



Правительство, похоже, установило срок в один-два года для листинга SOE, что несколько нереалистично. По состоянию на январь 2024 года 70,11% из 89 зарегистрированных на бирже компаний являются ГП, а 94,27% от общей стоимости сделок на рынке составляют сделки ГП, что оказывает очень большое влияние на общий рынок.

В настоящее время на узбекском фондовом рынке доминируют несколько ведущих акций из-за крайне низких объемов торгов. Большинство сделок - это крупные операции между зарегистрированными на бирже компаниями и стратегическими партнерами, а не между розничными инвесторами.

Существующие лидеры рынка могут быстро смениться, если на бирже появится новая крупная акция. Правительство является крупнейшим участником рынка, а розничные инвесторы играют незначительную роль. Крупные листинговые компании также являются государственными предприятиями.

Обзор акционерных обществ с государственным участием на 1 декабря 2024 года

61 эмитент 105,50 Триллон сум 365,668 сделок 17.43 Триллон сум из 87 зарегистрированных капитализация сумма сделок объём сделок на бирже эмитентов имеют долю государства Источник: Ташкентская фондовая биржа

Дискуссионные исследования

В целом зарубежный фондовый рынок благодаря листингу SOE не только получил положительные результаты, такие как расширение базы инвесторов и рыночной капитализации, повышение ликвидности, но и способствовал расширению рынка, а также совершенствованию правовой базы. Правительства по всему миру пытались использовать листинг SOE для внедрения "культуры" инвестирования в акции и получения общественной поддержки IPO SOE.

Однако в тех немногих случаях, когда листинг ГП оказал негативное влияние на развитие рынка капитала, инфраструктура рынка была слишком слабой, чтобы дать и иностранным и отечественным инвесторам достаточную уверенность в том, что рыночные процессы могут работать эффективно и защищать интересы инвесторов. Во всех этих случаях первопричиной была слабая инфраструктура рынка капитала.⁷

⁶ Новости Freedom Broker опубликованы 23 февраля 2023 года

⁷ Oliver Wyman(2021), Листинг государственных предприятий в странах с формирующейся и развивающейся экономикой: Уроки, извлеченные из 30 лет успехов и неудач, Всемирный банк, стр. 6

На развитых рынках акции распределяются среди индивидуальных инвесторов, пенсионных фондов, паевых инвестиционных фондов и иностранных инвесторов, в то время как на развитых рынках, в отсутствие достаточной базы инвесторов, вновь выпущенные акции распространяются среди сотрудников компании и ограниченного числа рознично инвесторов.

Хотя листинг ГП обычно ассоциируется с улучшением корпоративного управления, повышением эффективности деятельности компаний и ростом рыночной капитализации, это происходит не на всех рынках. На некоторых рынках, находящихся на ранней стадии развития, отсутствие институциональных инвесторов означает, что для проведения IPO не могут быть привлечены большие объемы акций, что приводит к большим скидкам с цены выпуска для привлечения розничных участников. Отсутствие ликвидности, обусловленное ограниченным предложением акций, является фактором, не позволяющим рынку установить стабильную цену с узким спреedom спроса и предложения.

В Индии, Китае и Турции листинг ГП оказал положительное влияние на фондовые рынки. Он также оказал положительное влияние на общие корпоративные показатели, включая операционную прибыль, благодаря оптимизации корпоративного управления. Этого удалось достичь благодаря введению правил финансовой отчетности, соответствующих частному сектору, улучшению корпоративного управления, соблюдению требований по раскрытию информации и более ориентированному на прибыль подходу к управлению.

В Китае существует большое количество государственных предприятий, и многие из них вышли на внутренний и международный фондовые рынки, например, IPO China Mobile, Sinopet и Bank of China. Эти IPO внесли значительный вклад в капитализацию китайского фондового рынка.

Индийское правительство использовало IPO для сокращения своих долей в различных предприятиях государственного сектора, таких как Oil and Natural Gas Corporation (ONGC) и Indian Oil Corporation (IOC). Эти размещения помогли увеличить ликвидность на индийском фондовом рынке и привлечь больше иностранных инвесторов в индийские акции.

Турция проводит приватизацию и частичную приватизацию государственных предприятий с 1980-х годов в рамках более широких экономических реформ. Эти усилия часто связаны с листингом государственных предприятий на фондовом рынке путем первичного публичного размещения акций с целью улучшения корпоративного управления, привлечения иностранных инвестиций и увеличения государственных доходов. Кроме того, за прошедшие годы фондовый рынок Турции значительно вырос, отчасти благодаря этим IPO.

В Южной Корее существует множество государственных предприятий, работающих в таких отраслях, как энергетика, коммунальное хозяйство, инфраструктура и финансы. На протяжении многих лет правительство Южной Кореи периодически проводило приватизацию или частичную приватизацию некоторых SOE путем первичного публичного размещения акций (IPO). Это часто делается для повышения эффективности управления, улучшения прозрачности и снижения финансовой нагрузки на правительство, а также для содействия расширению фондового рынка.

Государственные предприятия играют решающую роль в росте фондового рынка

а, особенно когда они выходят на биржу через IPO. Эти IPO дают различные преимущества, такие как повышение эффективности корпоративного управления и инноваций, привлечение капитала, диверсификация рынка и привлечение инвесторов, создание новых рабочих мест. В долгосрочной перспективе успешные IPO SOE и их интеграция в фондовый рынок могут способствовать общему экономическому развитию и росту рынка.

Однако такие проблемы, как поддержание эффективного управления после приватизации и управление влиянием государства, остаются важными.

Кроме того, это сопряжено с такими проблемами, как необходимость соблюдения нормативных требований и риск волатильности рынка. Тщательное планирование и управление необходимы для получения максимальных преимуществ и снижения возможных негативных последствий.

Заключение и предложения

По сравнению с коммерческими частными предприятиями государственные предприятия, не испытывающие острой необходимости в конкуренции, как правило, имеют более низкую эффективность управления из-за организационной расхлябанности и бюрократизма. Учитывая, что по данным Агентства по статистике при Президенте Республики Узбекистан, в период с января по сентябрь 2024 года доля малых частных предприятий Узбекистана, для которых важны конкуренция и эффективность, в ВВП страны составит 53 %, необходимость развития частного сектора вновь становится острой.

В этом контексте приватизация государственных предприятий является насущной необходимостью, а ее влияние на экономику считается очень значительным. Как видите, узбекский рынок все еще находится в зачаточном состоянии и не привлек особого внимания общественности или интереса инвесторов. Сам фондовый рынок также представляет собой необычный тип рынка, где доминируют определенные акции или отрасли.

В 2022 году средняя доля акций в свободном обращении⁸ на рынке Узбекистана составит 14,55 %⁹. Это говорит о том, что количество акций, доступных для торговли, очень ограничено. Широкая общественность по-прежнему предпочитает вкладывать деньги в недвижимость и банковские депозиты, и очень мало осведомлена об инвестировании в акции.

В условиях слабого фондового рынка государственным предприятиям очень сложно выходить на биржу путем продажи крупных партий акций. В результате первоначальный план узбекского правительства по приватизации компаний через IPO или SPO застопорился.

С другой стороны, были выявлены некоторые проблемы, особенно в области корпоративного управления, такие как участие государственных чиновников в органах управления ГП, что приводит к конфликту интересов, отсутствие отлаженной системы управления, недостаточная прозрачность управления ГП и отсутствие регулярного анализа их деятельности.

⁸ В свободном обращении находятся акции, которые доступны для торговли и принадлежат инвесторам, включая институциональных инвесторов, розничных инвесторов и других участников рынка. Количество акций в свободном обращении рассчитывается путем исключения акций, принадлежащих инсайдерам, таким как руководители и сотрудники компании, а также акций, принадлежащих стратегическим инвесторам или другим значительным акционерам.

⁹ В 2016 году свободное обращение на корейском фондовом рынке составляло 58,1%.

Необходимо усилить корпоративное управление для повышения прозрачности и доверия к компаниям, а аудиторские отчеты, подготовленные в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности, должны представляться в кратчайшие сроки. Если сложно внедрить все сразу, стоит рассмотреть возможность поэтапного внедрения в зависимости от размера компании, как это сделано в Корее¹⁰, которая начала поэтапное внедрение стандарта для национальных компаний, зарегистрированных на бирже, в 2009 году.

Однако, поскольку институциональные инвесторы играют незначительную роль, вряд ли можно ожидать значительных улучшений в корпоративном управлении при объеме размещения в пределах 1-4% от уставного капитала.

В отношении несоблюдения обязательств по раскрытию информации биржа может рассмотреть возможность наложения штрафных баллов¹¹ или санкций за нарушение на листинговые компании, чтобы обеспечить защиту права инвесторов знать о листинговых компаниях. В случае невыполнения обязательств по раскрытию информации инвесторам будет сложно доверять компаниям, что будет препятствовать активному участию на рынке.

Кроме того, чтобы облегчить предоставление информации о зарегистрированных на бирже компаниях иностранным инвесторам, стоит рассмотреть возможность введения системы своевременного раскрытия информации на английском языке в дополнение к совершенствованию системы раскрытия информации. Конечно, чтобы минимизировать затраты и хлопоты, связанные с переводом своевременного раскрытия информации на английский язык, было бы неплохо рассмотреть план, согласно которому биржа будет коллективно переводить содержание своевременного раскрытия информации листинговых компаний на английский язык и загружать его в систему раскрытия информации на следующий день после дня раскрытия информации на узбекском в внутреннем рынке.

А нормализация функции брокерской фирмы по ценным бумагам в качестве ИБ поможет улучшить процесс определения цены IPO для претендентов на листинг, и брокерским фирмам по ценным бумагам будет необходимо проводить предварительную юридическую проверку¹² эмитентов для успешного проведения IPO. Хорошо капитализированная брокерская отрасль, способная обрабатывать большой объем подписки¹³.

Следует поощрять хорошо финансируемые брокерские фирмы, чтобы они выполняли свою роль инвестиционных банков. Можно рассмотреть возможность слияния небольших брокерских фирм для создания более крупных компаний, обладающих финансовыми ресурсами.

10 В 2009 году Корея начала постепенное внедрение стандартов для национальных компаний, зарегистрированных на бирже. В 2011 году компании, зарегистрированные на бирже, стоимостью более 2 триллионов KRW (1 736 миллионов долларов по обменному курсу на конец 2011 года) должны были использовать международные стандарты бухгалтерского учета, а в 2013 году это требование было распространено на компании, зарегистрированные на бирже, стоимостью менее 2 триллионов KRW.

11 Корейская фондовая биржа начисляет штрафные баллы компаниям, зарегистрированным на бирже, за несоблюдение требований по раскрытию информации. Накопление штрафных баллов может привести к тому, что компания будет подвергнута административным взысканиям или исключена из листинга.

12 Тщательный анализ бизнес-модели компании, финансовых показателей, отраслевых тенденций и т. д. для определения справедливой оценки и маркетинговой стратегии, направленной на максимизацию стоимости.

13 Oliver Wyman(2021), Листинг государственных предприятий в странах с формирующейся и развивающейся экономикой: Уроки, извлеченные из 30 лет успехов и неудач, Всемирный банк, стр. 59

Первая в Узбекистане программа народного IPO¹⁴ в сентябре-октябре прошлого года была проведена на нетрадиционных условиях продаж и привлекла большое количество публики. Народные программы IPO помогут расширить базу инвесторов и открыть глаза населения на финансовые продукты. Однако чрезмерное предложение акций может дестабилизировать рынок.

Поэтому продажи государственных акций должны проводиться в умеренном объеме. В 1988 и 1989 годах POSCO и KEPCO¹⁵ в 1988 и 1989 годах POSCO и KEPCO разместили свои акции среди населения с целью расширения базы инвесторов в акционерный капитал и развития рынка капитала в Корею. Это также должно было помочь людям создать финансовые активы. Однако, поскольку акции POSCO и KEPCO в то время предлагались в больших количествах, цены на них резко упали, и цели перераспределения доходов не были достигнуты.

Рекомендации для успешных программ народного IPO заключаются в создании системы проведения различных рекламных акций, чтобы стимулировать людей к активному участию, сделать работу системы прозрачной, иметь систему сбора общественного мнения и получить кредит от финансового учреждения для финансирования покупки акций.

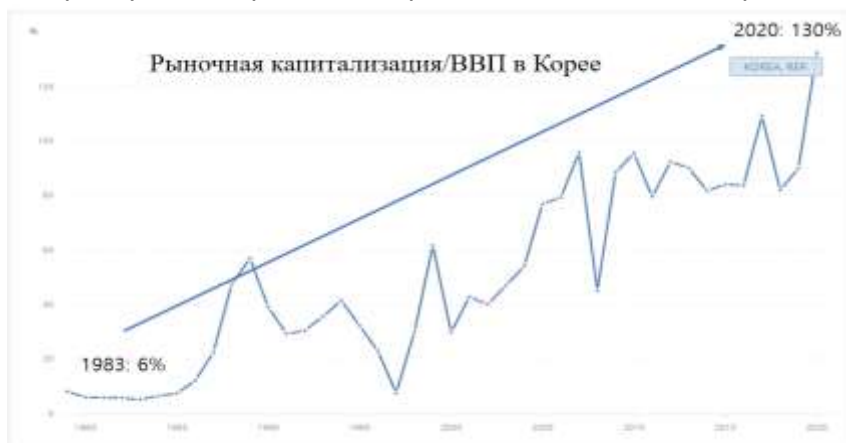
Чем более развита рыночная экономика страны, тем больше средств она привлекает на фондовом рынке. Поэтому чем выше отношение рыночной капитализации к ВВП, тем более развитым является фондовый рынок. На соотношение также влияет состояние экономического развития: если в будущем ожидается высокий рост, фондовый рынок получит премию за рост и станет больше, что приведет к увеличению соотношения.

За последние 70 лет, с 1953 по 2024 год, доход на душу населения в Корее увеличился в 540 раз, а среднегодовой прирост составил 9,4%. Рыночная капитализация также демонстрировала устойчивый рост наряду с увеличением ВВП. Соотношение рыночной капитализации и ВВП резко выросло с 6 % в 1983 году до 130 % в 2020 году. В 2022 году этот показатель для узбекского фондового рынка составит 13,26 %. Приведенный ниже график показывает, что фондовый рынок не растет в одночасье, но по мере роста реальной экономики компании растут вместе с ней, а по мере роста спроса на средства рынок расширяется за счет спроса компаний на привлечение средств с фондового рынка.

14 Первая программа народного IPO была запущена в сентябре-ноябре 2024 года с публичным размещением 4,44% акций UZEX. Народное IPO — это публичное предложение и продажа акций компании частным лицам или широкой общественности. Это было введено как способ привлечения капитала, необходимого стране для реализации плана экономического развития. Народные IPO обычно предлагаются по номинальной стоимости и позволяют получить выгоду от рыночного роста.

15 В апреле 1988 года правительство продало 31,28 миллиона акций, или 34,1 процента от 69,1 процента акций, принадлежащих государству, 3,22 миллионам человек в рамках публичного предложения акций с целью перераспределения доходов. В число покупателей вошли 3,11 миллиона человек из групп с низким и средним уровнем дохода, 101 000 обычных подписчиков и 20 000 членов профсоюза работников, владеющих акциями. Цена продажи составляла 15 000 вон за акцию. Распространение акций среди членов профсоюза работников и людей со средним и низким уровнем дохода было установлено на уровне 15 000 вон, что на 30 % ниже цены публичного предложения. На следующий год, в 1989 году, KEPCO была приватизирована и распространила 127,75 млн акций. В 1991 году, через три года после IPO, цена акций POSCO упала на 59 % по сравнению с ценой размещения, а цена акций KEPCO упала на 43 % по сравнению с ценой размещения через два года после IPO. Индекс KOSPI падал с апреля 1989 года.

В случае с Кореей экономическое развитие привело к повышению уровня доходов населения, что, естественно, повлекло за собой расширение банковских функций. Это, в сочетании с растущим спросом на средства компаний и стремлением населения



к высокой доходности инвестиций, привело к ускоренному росту фондового рынка.

Источник: Корейская биржа и Корейская служба статистической информации

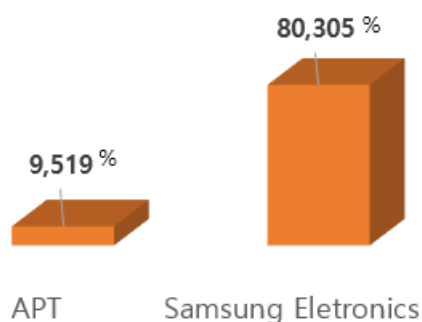
Чтобы повысить интерес населения к акциям, следует продолжить политику выплаты дивидендов государственными предприятиями.

Роль государства в IPO также должна быть постепенно передана рынку.

В настоящее время правительство отвечает почти за все функции, такие как ценообразование и проверка листинга IPO, что вполне объяснимо, учитывая, что основа рынка слишком слаба. Однако необходимо приложить усилия для развития рыночной инфраструктуры и позволить рынку взять на себя часть функций в ближайшем будущем.

Поскольку листинг на внутреннем рынке стал затруднительным, правительство, похоже, обращает внимание на листинг ГП за рубежом. С 1 апреля 2022 года правительство Узбекистана ввело правила, облегчающие выпуск ценных бумаг местных компаний на зарубежных рынках.

Листинг компании за рубежом может обеспечить доступ к глобальному финансированию и повысить имидж компании. С другой стороны, это может быть дорогостоящей и сложной процедурой, требующей изменения стандартов бухгалтерского учета, оплаты юридических услуг и соблюдения нормативных требований. Если после листинга за рубежом компания не оправдает высоких ожиданий инвесторов, она рискует резко упасть в цене акций и потерять доверие. долгосрочные доходы от владения квартирой и Samsung Electronics



Источник: edaily 2020.1.13., www.edaily.co.kr

Если сравнить темпы роста стоимости недвижимости Gangnam¹⁶, например,

квартир, одной из "голубых фишек" рынка недвижимости страны, и Samsung Electronics, лидера корейского фондового рынка, за последние 40 лет, с 1980 по 2020 год, то первая выросла на 9 519 %, а вторая - на 80 305 %. Я думаю, что главная причина расширения базы розничных инвесторов в Корее заключается в том, что инвесторы убедились в том, что они могут заработать, вкладывая деньги в акции в долгосрочной перспективе.

Рынок KOSDAQ¹⁷, на котором доминировали акции, связанные с ИТ-индустрией, в 1999 и начале 2000 года пережил мощный ценовой взрыв, поскольку ИТ-индустрия, включая Интернет, приобрела широкую известность как новая отрасль новой экономики. Хотя "пузырь" ИТ-индустрии в конечном итоге закончился крахом, на фоне перегрева рынка в то время имели место и безрассудные инвестиции со стороны населения.

Чтобы рынок стал горячим, люди должны сойти с ума и броситься в рынок. Пузыри образуются, когда люди бросаются на рынок как сумасшедшие, открывают счета, кладут деньги и покупают, не задавая вопросов. Именно тогда, когда маленькие старушки с тележками выходят и говорят: "Давайте купим акции", разгорается пламя. Чтобы это произошло, я думаю, должен быть какой-то импульс, который убедит людей в том, что они могут зарабатывать деньги, инвестируя в акции.

В Корее существует значительное число постоянных инвесторов, которые вкладывают средства исключительно в акции, а многие пенсионеры и молодые люди участвуют в рынке в качестве индивидуальных инвесторов.

Список использованной литературы

1. Oliver Wyman(2021), Листинг государственных предприятий в странах с формирующейся и развивающейся экономикой: Уроки, извлеченные из 30 лет успехов и неудач, Всемирный банк

2.Международный банк реконструкции и развития/Группа Всемирного банка (декабрь 2023 г.), Оценка интегрированной системы государственных предприятий Узбекистана (ИСОЭФ)

3.Умиджон Абдуллаев (май 2018 г.), Государственные предприятия в Узбекистане: Подведение итогов и варианты будущего, Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР)

4.Умиджон Абдуллаев (январь 2020 г.), Государственные предприятия в Узбекистане: Подведение итогов и некоторые приоритеты реформ, Институт Азиатского банка развития 1068

5.Зуфар Ашуров (2014), Корпоративное управление в Узбекистане: Особый акцент на наблюдательной роли совета директоров в сравнении с немецкой практикой, *Корпоративное управление: Роль, обязанности и состав*, Том 10, Выпуск 3

6.ОЭСР (2016), Расширение владения государственными предприятиями: Сравнение практик управления

7.Международный банк реконструкции и развития/Всемирный банк (2023), Государственные предприятия (BOS) и развитие частного сектора

8.Оттабек Нарзиев (июнь 2021 г.), Государственные предприятия Узбекистана: п

¹⁷ Korea Securities Dealers Automated Quotation (KOSDAQ) - это фондовый рынок, ориентированный на технологические акции и в Южной Корее, основанный в 1996 году.

рошлые реформы, существующие проблемы и перспективы на будущее, *Американский журнал политических наук, права и криминологии* (ISSN - 2693-0803)

9. Nicolo', G., & Andrades-Peña, F. J. (2024). Влияет ли корпоративное управление на практику раскрытия информации об экологических, социальных и управленческих аспектах на государственных предприятиях? Международное исследование. *Корпоративная социальная ответственность и экологический менеджмент, нет.*

10. Саня Боркович и Питер Табак (2020), Экономические показатели государственных предприятий в странах с развивающейся экономикой, доклад Европейского банка

11. Рабочая группа ОЭСР (2003), Приватизация государственных предприятий: Обзор политики и практики в странах ОЭСР

12. Суннита Кикери (2020), Приватизация государственных предприятий, *The Governance Brief*, ISSUE 47

13. Саид Гулямов, Отабек Нарзиев, Садокат Сафоева и Джахонгир Джураев (2021), Роль государства и развитие рынка ценных бумаг в Узбекистане, *Американский журнал политических наук, права и криминологии*, (ISSN - 2693-0803)

14. Уильям Л. Меггинсон и Мария К. Бучкова (2000), Влияние приватизации на развитие рынка капитала и индивидуальное владение акциями, *NOTA DI LAVORO* 53.2000

15. Шици Ву (2024), Анализ финансового воздействия реструктуризации и листинга государственных предприятий, *Основные направления в бизнесе, экономике и управлении*, том 24