



Main factors of efficiency of privatization of state assets

Mikhail KHAMIDULIN¹ Anvar USMANOV² Djorabek MUSABEKOV³

Tashkent Branch of the Russian Economic University named after G.V. Plekhanov

ARTICLE INFO

Article history:

Received September 2020

Received in revised form

15 November 2020

Accepted 30 November 2020

Available online

15 December 2020

Keywords:

Privatization

Investment attractiveness

Corporate governance rating

Securities market.

ABSTRACT

Successful privatization of state property due to the investment attractiveness of the objects being implemented, as well as the general investment climate of the country and the level of development of the financial infrastructure. According to President's Degree adopted 10.27.2020. № UP-6096 "On measures to accelerate the reform of enterprises with the participation of the state and the privatization of state assets", a new stage of privatization of state property began. A significant place in the privatization program is given to the restructuring of state property, improving the efficiency of managing state assets and bringing shares of Uzbek issuers to the world capital markets (IPO). The article examines the degree of influence of an effective corporate governance system and the level of capitalization of the national securities market, contributing to an increase in investment attractiveness and the most effective practical manifestation of the generic advantages of a joint-stock company, ensuring the achievement of the main goal of corporatization - attracting direct investment.

2181-1415/© 2020 in Science LLC.

This is an open access article under the Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.ru>)

SUMMARY

The concept of this article, as well as the development of practical skills in managing the processes of attracting investment resources to joint-stock companies formed on the basis of privatized enterprises, require disclosure of the author's understanding of such methodologically important concepts as corporatism and corporation. A corporation is a complex organism that unites a large number of participants in corporate relations, whose interests are closely linked both within the corporation and outside. The rights and interests of participants

¹ Doctor of Economics, Professor, Tashkent branch of the PRUE G.V. Plekhanov " Tashkent, Uzbekistan

² Doctor of Economics, Professor, Tashkent branch of the PRUE G.V. Plekhanov " Tashkent, Uzbekistan

³ Candidate of Technical Sciences, Associate Professor, Tashkent branch of the PRUE G.V. Plekhanov ", Tashkent, Uzbekistan

in corporate relations must be objectively taken into account, correctly correlated and brought to a "common denominator", keeping in mind that a corporation is an independent legal entity with its own status, goals and objectives that are by no means adequate in all respects to the position of those participating in its activities individuals and groups of these individuals. It is also necessary to take into account the complex dialectic of the relationship between the general, the particular and the particular, the integral system and its structure-forming elements, which, of course, are closely interrelated, but this does not nullify their specifics, individual rights and interests of specific individuals.

As the primary necessary steps to rectify the current state of affairs, it is considered necessary: to develop and implement practical mechanisms for attracting funds from the population to the stock market. At the same time, to solve this problem "from above", by initiating separate IPOs and SPOs (by the resolution of the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan dated May 10, 2017 No. 268 "On organizing the public offering of shares on the stock exchange") is to create the appearance of public activity in the capital market ...

Moreover, the most difficult and important thing in this process is not underwriting support, market-maker support, road shows, etc., but systematic work carried out with shareholders after the sale of shares. If there is no such work, then, as a rule, this leads to a negative result, since it discredits IPO and SPO. A small shareholder, especially in our country, where the secondary market is not developed and there is no system of quotations for the growth of the market value of shares, sees only one source of profitability from shares - dividends. Today, one of the most effective forms of attracting funds from the population to the capital market may be to revive the program of privatization investment funds or the creation of trust funds.

Deepening the privatization process should provide for the fulfillment of the following conditions:

- shifting in emphasis from quantitative indicators of privatization to the implementation of a deep restructuring of industries and the improvement of mechanisms for post-privatization support of enterprises;
- expanding the arsenal of methods and methods of privatization in order to more fully take into account industry and regional characteristics, improve the assessment of privatized property, and sell it on a tender basis;
- increasing the efficiency of the economy through active support of entrepreneurship, the implementation of procedures for rehabilitation and restructuring, as well as the liquidation of unprofitable enterprises;
- involvement of the general public in the process of corporatization and further development of the stock market.

The development of mechanisms and procedures for an internal IPO will allow a step-by-step transition to the organization and development of sales of securities of domestic issuers in foreign countries. In this regard, it is advisable to develop and adopt a special concept for bringing domestic securities to international capital markets, which in the long and short term would provide for:

1) measures for the selection of issuers in Uzbekistan, with a well-oiled system of corporate governance in them, whose shares could be quoted on international stock markets;

2) government support for selected domestic issuers, whose securities would eventually circulate on foreign stock markets;

3) measures to improve domestic legislation, ensuring the creation of conditions for the issue and circulation of national securities in the securities markets of the near and far abroad;

4) adaptation of domestic standards of accounting and financial reporting of joint stock companies to international requirements;

5) organization of work through foreign economic departments and with the use of representative offices of international organizations for the preparation and conclusion of interstate (bilateral or multilateral) agreements on the possibility of placing domestic securities in the relevant countries and securities of foreign states in our country;

6) consultations and negotiations with foreign banks regarding the possibility of placing domestic shares through depositary receipts. At the same time, it is necessary to analyze the mistakes made in the preparation of previous documents, the implementation of which ended in failure, draw the appropriate conclusions, creating a new action plan, taking into account the mistakes of past years and the experience from neighboring countries.

Основные факторы эффективности приватизации государственных активов

АННОТАЦИЯ

Ключевые слова:

Приватизация
Инвестиционная
привлекательность
Рейтинг корпоративного
управления
Рынок ценных бумаг

Успешная приватизация государственной собственности зависит от инвестиционной привлекательности реализуемых объектов, а также общего инвестиционного климата страны и уровня развития финансовой инфраструктуры. В Республике Узбекистан с принятием Указа Президента страны от 27.10.2020г. № УП-6096 «О мерах по ускоренному реформированию предприятий с участием государства и приватизации государственных активов», начался новый этап приватизации государственной собственности. Значительное место в программе приватизации уделено реструктуризации государственной собственности, повышению

эффективности управления государственными активами и выводу акций узбекских эмитентов на мировые рынки капитала (IPO). В статье рассматривается степень влияния эффективной системы корпоративного управления и уровня капитализации национального рынка ценных бумаг, способствующих повышению инвестиционной привлекательности и наиболее эффективному практическому проявлению родовых преимуществ акционерного общества, обеспечивающих достижение главной цели акционирования – привлечение прямых инвестиций.

ВВЕДЕНИЕ

Формирование рыночной экономики, эффективность которой в социально-экономическом развитии общества доказал опыт мирового развития человечества, не возможен без создания многоукладной экономики, основу которой составляет конкурентное соревнование различных форм собственности. Разгосударствление и приватизации заложили основу и стали катализатором становления и развития национального фондового рынка, разработки и применения механизмов эффективной практической реализации, признанных в международной практике принципов корпоративного управления ОЭСР [1]. Были приняты законы Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах и защите прав акционеров», а также ряд соответствующих указов и постановлений Президента и правительства республики, созданы и функционируют фондовая биржа и организации обслуживания рынка ценных бумаг.

С сожалением необходимо признать, что за прошедшие годы, несмотря на непрерывающуюся работу по трансформации государственной собственности, реально приватизировано не более 10-15 процентов, в основном в сфере бытового обслуживания, торговли, местной промышленности, общественного питания, жилищно-коммунальной сфере и т.п. Предприятия базовых отраслей экономики Узбекистана де-факто, практически на 100%, по-прежнему, принадлежат государству.

Новый этап приватизации государственной собственности в Республике Узбекистане, основные целевые параметры реализации которого заложил Указ Президента страны от 27.10.2020г. № УП-6096 «О мерах по ускоренному реформированию предприятий с участием государства и приватизации государственных активов», который предусматривает внедрение в базовых отраслях прозрачных и рыночных принципов, «...создание более широких возможностей для участия в процессе реформ частного капитала, сокращение участия государства в экономике и дальнейшего улучшения конкурентной среды» [2]. Несмотря на детально проработанную программу приватизации, утвержденную упомянутым указом, возникают определенные сомнения, что очередные попытки сформировать подлинно рыночные отношения собственности в хозяйственном секторе республики могут вновь оказаться неэффективными и, в первую очередь, в плане привлечения прямых инвестиций в объекты приватизации. При этом, несмотря на наличие формальной инфраструктуры, обеспечивающей привлечение инвесторов в объекты приватизации, путем их преобразования в акционерные общества и

реализации эмитированных акций, в отечественной научной среде отмечается недостаток теоретических разработок, раскрывающих существенные характеристики акционерного общества, позволяющих в полной мере использовать родовые преимущества корпоративной формы хозяйствования в привлечении прямых, долгосрочных, финансовых инвестиций. В результате принимаемые практические управленческие решения не рассматривают инвестиционную привлекательность акционерных обществ во взаимосвязи и взаимозависимости применяемой системы корпоративного управления с уровнем развития рынка ценных бумаг, особенно его вторичного сегмента.

ОСНОВНАЯ ЧАСТЬ.

Концептуальные основы в формировании и развитии экономической науки о корпоративном управлении внесли ведущие зарубежные экономисты: А. Берли, Г. Минз [3]; Б.Блэк, Р.Крекман [4]; Е.Розенбаум [5]. Теория управления корпоративными финансами получила развитие в научных трудах М. Миллера, Ф. Модильяни [6]; М. Гордона [7]; Д.Линтнера [8]; Р. Литценбергера [9]; Р.Брейли, С. Майерса [10]. Стандартные неоклассические схемы поведения фирмы в различных средах и организационные особенности корпорации исследованы в работах С. Фишера, Р. Дорнбуша, Р. Шмалензи [11]; Р. Пиндайка, Д. Рабинфельда [12]; Р. Фридмана, А. Рапенски [13]; М.Хесселя [14]; В.А. Галанова [15]; И.И. Мазура [16]; М.Г. Ионцева [17]; В.Р. Ковалева [18]; Е.В. Кузнецовой [19]; А.В. Черезова, Т.Б. Рубинштейна [20]; Н.И. Берзона [21]; С.А. Масютина [22].

Финансовые аспекты устойчивости корпоративного бизнеса изучены в работах В.В. Ковалева [23]; А.Д. Шеремета [24]; А.М. Ковалевой [25]; И.А. Бланка [26]; Я. М. Миркина [27]; Б. Б. Рубцова [28].

Большинство современных отечественных исследований сосредоточено на адаптации зарубежных методик и технологий управления к сложившимся в Республике Узбекистан условиям и им посвящены работы С. Гулямова, Х.Рахманкулова [29]; Б. Беркинова [31]; М. Алиева, В. Котова [30]; А.С.Бегматова, М.Б.Хамидулина, М.Ш. Бутабоева [32].

Концепция данной статьи, а также развитие практических навыков управления процессами привлечения инвестиционных ресурсов в акционерные общества, образованные на базе разгосударствленных предприятий, требуют раскрытия авторского понимания таких методологически важных понятий как корпоратизм и корпорация.

Корпоратизм - это совладение собственностью корпоративного сообщества или партнерские, договорные отношения в удовлетворении личных и общественных интересов. Мы солидарны с авторами считающими, что корпоратизм представляет собой компромиссное хозяйствование с целью обеспечения баланса интересов [33]. Возможность достижения относительного равновесия интересов на основе консенсуса, компромиссов – отличительная черта корпоративной модели. Корпорация – от английского *corporation* – объединение, совокупность лиц объединяющихся для достижения общих целей, осуществления совместной деятельности и образующих самостоятельный субъект права – юридическое лицо [34].

По мнению профессоров экономики К.Р. Макконнелла и С.Л. Брю, корпорация — это правовая форма бизнеса, отличающаяся и отделенная от конкретных лиц, ими владеющих. Эти признанные правительством «юридические лица могут приобретать ресурсы, владеть активами, производить и продавать продукцию, брать в долг, предоставлять кредиты, предъявлять иск и выступать в суде ответчиком, а также выполнять все те функции, которые выполняют предприятия любого другого типа» [35].

Корпорация являет собой сложный организм, объединяющий большое количество участников корпоративных отношений, интересы которых тесно связаны как внутри корпорации, так и вовне. Права и интересы участников корпоративных отношений необходимо объективно учитывать, правильно соотносить и приводить к «общему знаменателю», памятуя о том, что корпорация есть самостоятельное юридическое лицо со своим статусом, целями и задачами, отнюдь не адекватными во всех отношениях с положением участвующих в ее деятельности лиц и групп этих лиц. Здесь также надо учитывать сложную диалектику взаимоотношений общего, частного и особенного, целостной системы и ее структурообразующих элементов, которые, безусловно, тесно взаимосвязаны, но это не аннулирует их специфики, индивидуальные права и интересы конкретных лиц. Не случайно законы развитых стран, определяя статус корпораций как реально существующих юридических лиц с определенной организационной структурой, правами и обязанностями, устанавливая одновременно основные нормы и механизмы управления взаимоотношениями между участниками корпоративного хозяйствующего сообщества.

Одной из центральных задач в развитии отношений собственности на сегодняшний день становится определение (формирование) института корпоративной собственности, без раскрытия авторской концепции на которую, нам представляется невозможным дальнейшее исследование предмета статьи, поскольку именно собственность является первопричиной, которая и предопределяет построение всей системы корпоративного управления.

Вопросы сущности и интеграции капитала - как капитала-собственности и управления его особой социально-экономической структурой, - начали активно разрабатываться еще в XVIII-XIX веках и значительный вклад в разработку данной проблемы внесли такие зарубежные классики экономической мысли и их последователи, как: А. Смит, Д. Рикардо, К. Маркс, Ж.Б. Сэй, С. Сисмонди, П. Самуэльсон, Т. Веблен, Д. Гэлбрейт, Э. Де-Сото и другие. Часть исследователей, представляет корпоративную (акционерную) собственность как форму проявления частной собственности. Обоснование данной позиции идет не от экономики к праву, а, наоборот, от имеющихся законодательных актов и их толкования в юридической литературе к экономической трактовке правовых положений. Однако, юридическая, а не политэкономическая трактовка категории «корпоративная собственность» или «коллективная собственность» [36] не раскрывает ее сущностного содержания как исторически определенной формы присвоения материальных и духовных благ. Вследствие этого нельзя определить место данной формы собственности в системе отношений собственности.

Иначе говоря, не определив характер присвоения, невозможно выделить ее в отдельную, самостоятельную форму собственности. Основными аргументами

рассмотрения корпоративной собственности как одной из разновидностей частной являются:

1. Существование в рыночном хозяйстве господства капитала, определяющего всю систему производственных отношений. Следовательно, «корпоративная собственность» в данных условиях не перестает быть капиталом и наличие коллективной собственности не отменяет воспроизводства отношения «капитал - наемный труд», а лишь придает ему определенную специфику.

Она состоит в том, что каждый работник относится «как свой собственный капиталист к самому себе как к наемному рабочему» [37]. Поэтому, это первый аргумент, считают они, что нет никаких оснований представлять акционерную собственность отличной от частной.

2. Каждый член предприятия, основанного на коллективной и акционерной собственности, выступает как частный собственник определенной доли средств производства, выраженной в стоимости. В соответствии с вышеизложенным, коллективная и акционерная собственность есть ни что иное, как форма проявления частной собственности.

Некоторые экономисты, в частности В.П. Патрикеев и И.В. Некрасова, предлагают относить долевую разновидность коллективной собственности к частной, а совместную - к общественной форме собственности. Так, рассуждая о двух видах коллективной собственности, в частности, В.П. Патрикеев отмечает: «Оба эти вида собственности совершенно неудачно объединены под термином «коллективная». Под общественной собственностью В.П. Патрикеев понимает «виды собственности, которые не имеют хозяина...» [38], опуская то важное обстоятельство, что собственность не существует без хозяина.

3. Важнейшим признаком, конкретным выражением экономического обособления производителя является наличие у него своего частного или обособленного интереса. С образованием коллективной собственности образуются и коллективные интересы (где нивелируются и во многом смягчаются интересы и устремления отдельных собственников), а коллектив собственников выступает уже как самостоятельный субъект производственных отношений, обособленный в рамках экономической системы [37]. Таким образом, считают они, коллективная, а также акционерная собственность являются частной и по причине полного обособления трудовых коллективов друг от друга и от общества в целом, как совокупности частных товаропроизводителей [39].

Отталкиваясь от внутренней природы коллективной собственности как объективного единства совместной и частной сторон, такое соотношение видов коллективной собственности к различным формам собственности представляется авторам статьи неправомерным. Преобладающее частное начало в долевой собственности не исключает совместной стороны собственности. Хотя каждый индивид и является частным владельцем определенной доли собственности, экономическая реализация последней зависит от экономической реализации совместной собственности коллектива как юридического лица. Этим объективно определяется материальная заинтересованность, в частности, акционеров в ходе дел соответствующей акционерной компании. Несмотря на то, что акции, паи, вклады, доли составляют объект частной собственности, при реализации

последней, индивид не может не считаться с интересами и волей других совладельцев и коллегиальных органов управления коллективной собственностью.

Также авторы не могут согласиться и с крайне противоположной точкой зрения других исследователей, которые выделяют коллективную собственность в особую, самостоятельную, отличную как от частной, так и от общественной форм собственности [40].

Аргументация их позиции основывается на главном отличии корпоративной собственности от частной, отсутствии важнейшего свойства частной собственности - независимости экономических агентов. Другим аргументом в пользу данной теории, выдвигаемой, в частности Скирдко Д.М., становится то, что «акционерно-корпоративная форма есть институциональный способ отделения управления от собственности, благодаря которому административные и предпринимательские функции управления стали самостоятельными и активными факторами развития производства. В такой ситуации можно говорить только о совместимости, а не о тождественности интересов фирмы и ее «собственников» - акционеров. Акционеры вовсе не являются собственниками фирмы» [41].

По нашему мнению, специфический характер коллективной, а стало быть и акционерной собственности, определяет их промежуточное местоположение между частной и общественной формами собственности в системе отношений собственности. В историческом контексте акционерная собственность представляет собой переходную форму от частной собственности к общественной. При этом, несмотря на общие характеристики различных видов корпоративных структур, в корпоративных отношениях их участников имеются и существенные различия.

Определение корпорации отсутствует в узбекском законодательстве, поэтому часто пользуются общепринятыми толкованиями о ней, существующими в развитых странах Запада. Анализируя правовые аспекты вопроса корпоративной собственности в узбекском законодательстве, наталкиваемся на первый признак дихотомичности корпорации. Как следует из Гражданского кодекса РУз, собственность корпорации создается за счет вкладов учредителей, но, с другой стороны, общество само вправе, как юридическое лицо владеть приобретенной в процессе деятельности собственностью. Сложность вопроса усугубляется тем, что и приобретенные корпорацией, как юридическим лицом, в процессе деятельности материальные и нематериальные активы все равно принадлежат учредителям и могут быть распределены ими между собой пропорционально вкладам. При этом менеджеры корпораций имеют право (пусть несколько ограниченное) самостоятельно принимать решения о пользовании и владении собственностью, включая право отчуждения.

Участники корпорации, безусловно, имеют право на свою собственность, вложенные ими средства, но это не должно противоречить несомненному наличию прав собственности корпорации в целом. Здесь явно проявляются общие законы соотношения целого как системы и его структурообразующих элементов. Различные субъекты, вступая в разного рода сообщества, должны диалектически сочетать свои права, интересы и обязанности с правами, интересами и обязанностями созданных ими объединений - юридических лиц. Любое сообщество существует лишь потому, что ему делегируется определенная часть прав лиц

(физических или юридических), его образовавших. А это значит, что собственники корпораций наделяют определенным кругом специфических прав (и обязанностей) директоров, менеджеров и иных участников корпоративной деятельности. Но, разумеется, в конечном счете, создателями и собственниками, например, акционерных обществ, все-таки являются, несмотря ни на какие доводы, - акционеры. Корпорация, безусловно, принадлежит им (со всеми ее имуществом, целями, правами и т.п.), и их статус нельзя сводить к положению простых инвесторов. Иначе их участие в создании и деятельности корпорации теряет всякий смысл.

Наличие таких прав подтверждает и Закон Республики Узбекистан «О собственности в Республике Узбекистан» относящий к ширкатной (коллективной) собственности - собственность хозяйственных обществ и товариществ, ассоциаций и других объединений, являющихся юридическими лицами [42]. Речь идет, прежде всего, о глубоком расхождении между формальными правами собственности и реальными возможностями контроля в корпоративных предприятиях, что приводит к многочисленным проявлениям неэффективного функционирования имущественных отношений, нарушением контрактных прав и прав собственности, неэффективности процедур банкротства, существовании легальных и полунелегальных форм перераспределения собственности в пользу лиц, принимающих политические решения, неэффективному использованию ресурсов и др.

На самом деле вопрос о том, кто непосредственно окажется частным владельцем приватизируемого имущества, не столь важен; цепь рыночных сделок, увеличивающих стоимость приватизируемых активов, в конечном счете сможет обеспечить наиболее эффективное их использование. Отзвуки подобных взглядов можно найти и у представителей новой институциональной теории. Так, Дж. Найт и Д. Норт утверждают: «В краткосрочном плане менеджеры предприятий, ранее принадлежавших государству, могут стремиться к выбору таких схем распределения прав собственности, которые обеспечивают им большие выгоды, даже если такие схемы оказываются неэффективными по критерию Парето. В долгосрочном плане, однако, если они станут упорствовать, пытаясь сохранить неэффективное, по Парето, распределение прав собственности, давление конкурентных процессов приведет к тому, что их сменят участники, использующие более эффективное распределение прав собственности» [43].

Переход к более эффективному использованию ресурсов может обеспечиваться изменением сложившейся структуры имущественных отношений, в том числе путем объединения владельцев реальных активов и образования корпоративных компаний или вертикальной интеграции уже существующих фирм. В ситуации, когда наблюдается массовое неисполнение контрактных обязательств (просроченные платежи по заработной плате, неплатежи поставщикам, налоговые недоимки и т.п.), не влекущее за собой санкций, а владение акциями не обеспечивает участия в корпоративном управлении и принятии решений, размываются различия между контрактными правами и остаточными правами контроля. Из сказанного следует, в частности, что последовательность приватизации, её формы и темпы проведения оказывают чрезвычайно

существенное влияние на структуру складывающихся прав собственности. В пользу расширения приватизации говорит ряд аргументов.

Во-первых, чем быстрее осуществляется «разгосударствление» собственности, тем больше уверенность участников хозяйственного процесса в неотвратимости движения общества к рыночной экономике, тем больше доверия к проводимым реформам. Во-вторых, приватизация обеспечивает условия для формирования социальных групп, материально заинтересованных в ускоренном развитии рыночных отношений. Суть процесса разгосударствления и приватизации, начавшегося с первых лет обретения государственной независимости Республики Узбекистан заключается в создании класса собственников, эффективная работа которых побуждается внутренними мотивами и стимулами. В-третьих, длительное параллельное существование государственных и частных компаний неизбежно порождает многочисленные ценовые «перекосы» и особенно благоприятные условия для контрпродуктивных спекулятивных операций.

В-четвертых, как известно, средневзвешенная цена капитала фирмы уменьшается при повышении гиринга до соотношения 50:50, а затем начинает плавно снижаться. Это связано с тем, что с повышением уровня гиринга возрастает риск для инвесторов и они, как правило, соглашаются оставаться акционерами компании только при гарантии более высокой доходности, чем предлагается в среднем на рынке, а повышение размера дивидендов означает возрастание цены собственного капитала. Отсюда идея в снижении или полном выведении государства из числа собственников АО. Реализация акций позволит в полной мере заработать отечественному рынку ценных бумаг, особенно его вторичному сегменту, благодаря чему оценка эффективности деятельности АО будет осуществляться рыночными, объективными методами. В конечном итоге переход от государственной собственности к частной, в соответствии со стандартными представлениями экономической теории, должен придать приватизированному сектору сравнительно большую динамичность. Реальная задача приватизации, состоит не в том, чтобы просто передать ранее существовавшие предприятия и активы в частную собственность, а скорее в том, чтобы постепенно заменить их новыми предприятиями и новыми активами.

ПРЕДЛОЖЕНИЯ И РЕКОМЕНДАЦИИ.

С решением вопроса об определении природы корпоративной (акционерной) собственности и ее социально-экономической сущности мы вплотную подходим к выявлению сущностных характеристик корпорации и важнейшей среди них двойственной (дихотомичной) ее природы. При этом, в части методологии анализа особенностей финансовой составляющей корпоративных отношений целесообразно отдать предпочтение принципу «классической дихотомии». Неоклассическое направление активно пользуется этим принципом для того, чтобы представить экономическую систему во взаимосвязи двух ее секторов: реального и финансового. Первый производит товары и нефинансовые услуги. Второй имеет дело с финансово-кредитными и денежными инструментами, которые в современном мире чрезвычайно разнообразны. Пользуясь «методом аналогий», хозяйственная система стремится навязать предприятию новый организационный

режим и новый способ финансирования инвестиционных расходов. Корпорация в этом смысле представляет собой уникальный образец «клонированной системы», финансовые возможности которой поистине безграничны. В отличие от предшественников, ориентированных главным образом на производство товаров и связи с товарными рынками, АО производит не только материальные, но и фондовые ценности, стремясь эффективно реализовать последние на специализированных рынках. Данную позицию, в частности, разделяет Т. Веблен, который прямо указывает на то, что «корпорация - это всегда предприятие бизнеса; она является средством делать деньги, а не производить товары» [43]. В этой связи следует заметить, что набор фондовых инструментов, которым оперирует современная корпорация, чрезвычайно многообразен и нацелен на взаимодействие с многочисленными секторами финансовых рынков [44]. Свободный доступ акционерной компании к «финансовым каналам» мобильной связи с фондовым рынком, а также рынком ссудных и венчурных капиталов, указывает на ее статусные преимущества.

Таким образом, важнейшим признаком корпорации, подтверждающим двойственность ее положения в системе «реальный капитал - фиктивный капитал», является «двойное финансирование». С одной стороны, финансирование осуществляется за счет амортизации, нераспределенной прибыли и кредитов банка, а с другой - посредством выпуска и продажи ценных бумаг. Первый тип актуализирует финансовые возможности реального, а второй - фиктивного капитала (подобное разграничение носит условный характер, поскольку всего лишь фиксирует акценты).

Однако, дихотомичная природа корпорации приводит к тому, что корпорация руководствуется принципом «двойного существования» во всех ключевых областях своей жизнедеятельности на всем протяжении своего жизненного цикла. Это касается главным образом структуры ее капитала, структуры финансирования, структуры инвестирования, структуры распределения прибыли и структуры управления (см. рис. 1).



Рис. 1. Влияние дихотомичности на жизнедеятельность корпорации

Проведенный анализ позволили авторам выявить характерные экономические, юридические и организационные признаки современных корпораций, основными из которых являются:

- отделение права владения от функции управления;
- двойственная (дихотомичная) природа собственности на активы корпорации;
- сложный имущественный комплекс, образованный вкладами учредителей и самой корпорацией в процессе хозяйственной деятельности;
- управляющие и директора в корпорациях обладают юридическим правом принятия решений;
- самостоятельность как юридического лица;
- ограниченная ответственность индивидуальных инвесторов;
- возможность передачи другим лицам акций;
- и, самое важное, возможность двойного финансирования в системе «реальный капитал – фиктивный капитал».

Итак, АО, являясь по своей экономической природе, способу организации и деятельности организационной формой собственности владельцев капитала, характеризуется следующими признаками:

- целью функционирования акционерных обществ является получение максимальной прибыли;
- в акционерных обществах происходит отделение частного фиктивного капитала от ассоциированного действительного капитала;
- отношения внутри обществ строятся «по капиталу», т.е. по размеру инвестиций;
- каждый из участников обладает голосами на общем собрании пропорционально числу приобретенных долей или акций;
- прибыль общества распределяется между участниками пропорционально их вкладам в уставной капитал;
- права распоряжения собственностью принадлежат всем акционерам и осуществляются ими совместно.
- имущественная ответственность участников общества ограничена размером их вкладов;
- акционерное общество несет ответственность по всем своим обязательствам;
- владение собственностью отделено от функций управления;

Подводя итоги необходимо отметить, что высокая доля акций, находящихся в собственности государства и их недоступность для свободного обращения делает невозможным оценку фондовым рынком качества корпоративного управления в большинстве отечественных АО. В результате такого структурного соотношения фондовый рынок Узбекистана не играет пока полноценной дисциплинирующей и корректирующей роли в системе корпоративного управления. Построить фондовый рынок на неработающих активах нельзя. Развитие отечественного рынка капитала возможно только при комплексном решении всех проблем. Точечные попытки воздействовать на этот рынок могут создать только видимость активности и еще больше дискредитируют (снижают инвестиционную привлекательность) фондовый рынок Узбекистана, имеющий огромный

инвестиционный потенциал, хотя бы вследствие того, что Узбекистан входит в десятку мировых лидеров по природным богатствам, при этом, почти 90% активов не нашли своего подлинного собственника.

Однако можно разглядеть существенный разрыв между уровнем корпоративного управления в отечественных компаниях и мировых и, возможно, что это является одной из причин низкой оценки некоторых секторов отечественной экономики инвесторами. Для отечественных компаний до сих пор актуальна проблема, связанная с непрозрачностью структуры собственности, что ведет к негативному восприятию компании инвесторами, поскольку существуют риски, связанные с недобросовестным поведением крупных акционеров. Узбекским компаниям следует больше стремиться к рынку внешнего капитала: к примеру, запустить программы выпуска и размещения депозитарных расписок и тем самым привлекать финансирование на зарубежных площадках, а также расширять участие иностранных инвесторов в принятии стратегических решений по развитию бизнеса. Пост-приватизационное перераспределение собственности является нормальным и эффективным механизмом корпоративного управления и контроля за менеджерами в рамках цивилизованных процедур, если итогом такого перераспределения становится эффективность компании на микроуровне, экономический рост в рамках национальной экономики. В условиях узбекской специфики этот механизм в значительной степени направлен на обеспечение контроля финансовых потоков в интересах государства. Тенденции перераспределения собственности (как в силу объективных процессов переходной экономики, так и с учетом многих субъективных факторов) сохранятся в ближайшие годы, что может усилить нестабильность прав собственности и потребует ужесточения политики защиты интересов акционеров (инвесторов).

Приоритетной задачей, таким образом, остается формирование четкого правового поля такого перераспределения. Соответственно, задачи защиты прав акционеров (инвесторов) и усиления государственного регулирования в данной области приобретают особую актуальность. Требуется детальный анализ типовых корпоративных конфликтов и применявшихся способов их урегулирования. На этой основе должны быть, во-первых, внесены адекватные поправки в законодательство, во-вторых выработана некая типовая модель ответной реакции уполномоченных органов государственной власти.

Исходя из вышеизложенного можно сделать следующие выводы:

1. Углубление процессов приватизации должно предусматривать выполнение следующих условий:

- смещение акцента от количественных показателей приватизации к осуществлению глубокой реструктуризации отраслей и совершенствованию механизмов пост приватизационной поддержки предприятий;

- расширение арсенала способов и методов приватизации с целью более полного учета отраслевых и региональных особенностей, совершенствования оценки приватизируемого имущества, его реализации на тендерной основе;

- повышение эффективности экономики путем активной поддержки предпринимательства, осуществления процедур санации и реструктуризации, а также ликвидации убыточных предприятий;

- вовлечение широких слоев населения в процесс акционирования и дальнейшее развитие фондового рынка.

2. Приватизацию нельзя считать самодостаточной экономической целью, как справедливо отмечают Е. Розенбаум, Ф. Бёнкер и Х. Вагенер. Вместо «фетишизации» приватизации как средства достижения политического консенсуса следует подчеркнуть, что конечной целью экономической трансформации является улучшение экономического благосостояния благодаря усиленной конкуренции и эффективному разделению труда. Следовательно, по утверждению Е. Розенбаума и др., вопрос о создании рынка является наиважнейшим, и роль приватизации следует оценивать в свете её вклада в формирование рыночных институтов.

В качестве первоочередных необходимых шагов выправления, сложившегося положения дел полагается необходимым:

1. Разработать и реализовать практические механизмы привлечения средств населения на фондовый рынок.

При этом, решить эту проблему «сверху», путем инициирования отдельных IPO и SPO (постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 10.05.2017г. №268 «Об организации проведения публичного предложения акций на фондовой бирже») – это создание видимости активности населения на рынке капитала.

Тем более, что в этом процессе наиболее сложным и главным является не андеррайтинговое обеспечение, маркет-мейкерская поддержка, роуд-шоу и др., а системная работа, проводимая с акционерами после продажи акций. Если такой работы нет, то, как правило, это приводит к отрицательному результату, поскольку дискредитирует IPO и SPO. Достаточно отметить, что не знание или нежелание использовать такой эффективный инструмент корпоративного управления как дивидендная политика, приводит к ухудшению рыночного положения акций. Из отечественного примера достаточно обратить внимание на акции АО «Кварц» (IPO в 2018 году) и АО «Кокандский механический завод» (SPO в 2018 году), котировки которых на РФБ «Тошкент» резко упали после принятия решения о снижении начисления дивидендов по итогам 2018 года, по сравнению с годом предшествующем проведению IPO и SPO.

Мелкий акционер, тем более в нашей стране, где не развит вторичный рынок и отсутствует система котировок роста курсовой стоимости акций, видит только один источник доходности от акций – это дивиденды.

Сегодня одной из действенных форм привлечения средств населения на рынок капитала может быть реанимирование программы приватизационных инвестиционных фондов, доказавшую свою состоятельность в 1997-2003 годах или создание трастовых фондов.

2. Перспективным направлением привлечения финансовых ресурсов с рынка ценных бумаг должно стать активное функционирование первичного публичного размещения (IPO) и вторичного публичного предложения (SPO) на внутреннем рынке, что позволит увеличить ликвидность и повысить долю акций, находящихся в свободном обращении.

Отработка механизмов и процедур внутреннего IPO позволит поэтапно перейти к организации и развитию продаж ценных бумаг отечественных эмитентов в зарубежных странах. В этой связи целесообразно разработать и принять

специальную концепцию вывода отечественных ценных бумаг на международные рынки капитала, которая в долгосрочном и краткосрочном аспектах предусматривала бы:

1) мероприятия по отбору эмитентов Узбекистана, с хорошо отлаженной в них системой корпоративного управления, акции которых могли бы котироваться на международных фондовых рынках;

2) государственную поддержку отобранных отечественных эмитентов, ценные бумаги которых, в конечном итоге, обращались бы на зарубежных фондовых рынках;

3) мероприятия по совершенствованию внутреннего законодательства, обеспечивающего создание условий для эмиссии и обращения национальных ценных бумаг на рынках ценных бумаг ближнего и дальнего зарубежья;

4) адаптацию отечественных стандартов бухгалтерской и финансовой отчетности акционерных обществ международным требованиям;

5) организацию работы через внешнеэкономические ведомства и с использованием представительств международных организаций по подготовке и заключению межгосударственных (двусторонних или многосторонних) соглашений о возможности размещения отечественных ценных бумаг в соответствующих странах и ценных бумаг иностранных государств в нашей стране;

6) проведение консультаций и переговоров с иностранными банками на предмет возможности размещения отечественных акций через депозитарные расписки. При этом необходимо проанализировать ошибки, допущенные при составлении предыдущих документов, реализация которых завершилась неудачей, сделать соответствующие выводы, наметить новый план действий, учитывающий ошибки прошлых лет и опыт соседей из ближнего зарубежья.

Библиографические ссылки

1. Принципы корпоративного управления ОЭСР
<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/32159669.pdf>

2. Указ Президента Республики Узбекистан от 27.10.2020г. № УП-6096 «О мерах по ускоренному реформированию предприятий с участием государства и приватизации государственных активов»

3. Berle A. A., Means G. C. The Modern Corporation and Private Property. Commerce Clearing House, Chicago, IL, 1932.- pp. 68-87;

4. Блэк Б., Крекман Р. Самодостаточная модель корпоративного права.- М.: Дело, 1999.-388 с.;

5. Rosenbaum E.F., Bonker F., Wagener H.-J. (2000) Privatisation in Context: An Introduction, in Privatisation, Corporate Governance and the Development of Markets', London: Macmillan.2000, -347p.

6. Miller M.H., Modigliani.F. "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares". Journal of Business. Vol. XXXIV (October, 1961).-pp.235-264;

7. Gordon, M.J. 1959. Dividends, earnings and stock prices, Review of Economics and Statistics. Vol. 41, May.- pp. 99-105;

8. Lintner, J. 1962. Dividends, earnings, leverage, stock prices, and the supply of capital to corporations, Review of Economics and Statistics, Vol. 44.- pp. 243-269;

9. Litzenberger, Robert H. and Krishna Ramaswamy, "The Effects of Dividends on Common Stock Prices.: Tax Effects or Information Effects?," The Journal of Finance, (May 1982). – pp. 429-443;
10. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: Олимп-бизнес, 2004. – 1088 с.;
11. Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика: Пер. с англ. со 2-го изд. - М.: Дело Лтд, 1993.- 864с.;
12. Пиндайк Р., Рабинфельд Д. Микроэкономика.: Пер. с англ.- Спб.: Питер, 2002.- 608с.;
13. Frydman, R., C. Gray, A. Rapaczinski (1996) 'Corporate Governance in Central Europe and Russia: Vol. 2: Insiders and the State', Central European University Press: Budapest.- pp. 171-207;
14. Хессель М.. Совет директоров корпорации: контроль через представительство. – Корпоративное управление. Владельцы, директора и наемные рабочие акционерных обществ. - М. Джон У. С., 1996.-569с.
15. Акционерное дело (учебник). Под ред. В.А. Галанова М.: Финансы и статистика, 2003.- 544с.;
16. Корпоративный менеджмент: Справочник для профессионалов / И.И. Мазур, В.Д. Шапиро, Н.Г. Ольдерогге и др.; Под общ.ред. И.И. Мазура – М.: Высшая школа, 2003.- 1077с.;
17. Ионцев М.Г. Акционерные общества. Часть 1: Правовые основы. Имущественные отношения. Защита прав акционеров - 2-е изд. - М.: Ось-89, 2000.- 243с.;
18. Ковалёв В. Р. Корпоративное управление в России: теория, структура и новые стратегии развития: Автореферат дисс.на соиск. учен. степ. докт. экон. наук. – СПб.: 2004.-42с.;
19. Финансовое управление компанией. Под ред. Е.В. Кузнецовой.- М.:Финансы, ЮНИТИ, 2000.-383с.;
20. Черезов А.В., Рубинштейн Т.Б. Корпорации. Корпоративное управление - М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2006.-478с.;
21. Берзон Н.И. Акционерное общество: капитал, правовая база, управление. М.: ФИС, 1995.-265с.;
22. Масютин С.А. Корпоративное управление: опыт и проблемы: Монография. - М.: ООО «Финстатинформ», 2003.-280 с.
23. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. – М.: Финансы и статистика, 2001.- 514с.;
24. Шеремет А. Д., Сайфулин Р. С. Финансы предприятий.- М.: ИНФРА-М, 1997.- 343с.;
25. Ковалева А.М., Лапуста М.Г., Скамай Л.Г. Финансы фирмы: Учебник. - М.: ИНФРА-М, 2001.-254с.;
26. Бланк И.А. Концептуальные основы финансового менеджмента. Ника-Центр.- Киев: Эльга, 2003.- 448с.;
27. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995.- 532с.;
28. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. - М.: Экзамен, 2002.-448с.
29. Рахманкулов Х., Гулямов С. Корпоративное право.- Т.: ТГЮИ, 2004.-703с.;

30. Ачилов М.Ф., Алиев М.Г., Котов В.А., Тешаев Ш.Ж., Хамидулин М.Б. Рынок капитала Узбекистана:вчера, сегодня и завтра. – Т.: Молия, 2002.-268 с.;
31. Беркинов Б.Б. Корпоративные структуры (основы создания и управления).- Т.: Изд-во Нац.б-ки Узбекистана им. Алишера Навои,2005.-132с;
32. Бегматов А.С., Хамидулин М.Б., Бутабоев М.Ш. Корпоративная культура и корпоративное управление.- Т.: Akademiya, 2007.-224с.
33. Русинов Ф.М., Попова Е.В. Теория корпоративного управления неустойчивым состоянием экономики. – М.: изд-во Рос. экон. акад., 1999. – С.60.
34. Корпоративный менеджмент: Справочник для профессионалов/ И.И. Мазур, В.Д. Шапиро, Н.Г. Ольдерогге и др.; Под общ. Ред. И.И. Мазура.- М.: Высшая школа, 2003.-С.36.
35. Макконелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика: Пер. с 14 англ. изд.- М.: ИНФРА-М, 2002.- С. 74.
- 36.Емцов Р.Г., Лукин М.Ю. Микроэкономика: Учебник. - М.: МГУ им. Ломоносова, Издательство «ДИС». 1997. С. 172.
37. Золотаев А. Еще раз о феномене самоуправления работников в рыночной экономике // Российский экономический журнал. – Москва, 1997.- № 7. - С. 53.
38. Патрикеев В.П. Приватизация и собственность работников // Экономика строительства.- М. 1993. № 2.-С. 5.
39. Мелентьев А. О версии «кооперативного социализма» и не только о ней (в порядке субъективной реакции на статью В. Попова) // Российский экономический журнал. – Москва, 1993. - № 3. - С. 73.
40. Курбанов Х. Корпоративные финансы. Учебное пособие.- Ташкент, изд. ТГЭУ, 2005
41. Скирдко Д.М. Корпоративное управление на рынке недвижимости: Дис. ... канд. эконом. наук. – Москва: Российская экономическая академия им. Г.В. Плеханова, 2004.- С.13.
42. Закон Республики Узбекистан «О собственности в Республике Узбекистан» (статья 8)
43. Веблен Т. Теория праздного класса: Пер. с англ. С.Г. Сорокиной. -М.: Прогресс, 1984. С.46.
44. Каратуев А.Г. Ценные бумаги. Виды и разновидности. - М.: Русская деловая литература, 1998
45. Пособие по корпоративному управлению: В 6т.- М.: «Алипина Бизнес Букс», 2004. Т. 1: Часть 1. Введение в корпоративное управление. - С.28.
46. Кукура С.П. Теория корпоративного управления. - М.: Экономика, 2004.- С. 121.
47. Ляпунов С. О некоторых вопросах корпоративного управления в России // Проблемы теории и практики управления.- Москва, 2001. - № 6.- С.24.