

ВЛИЯНИЕ IPO-РЕФОРМ НА РАЗВИТИЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В УЗБЕКИСТАНЕ

Абдуразаков Акбаржон Абдужабарович

слушатель магистратуры Высшей школы бизнеса и предпринимательства при Кабинете Министров Республики Узбекистан по совместной образовательной программе с Российской академией народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации

Аннотация. В статье исследуется влияние IPO-реформ на развитие корпоративного управления в Узбекистане. Особое внимание уделяется тому, что первичное публичное размещение акций является не только инструментом привлечения капитала, но и механизмом институциональной трансформации компаний, особенно предприятий с государственным участием. В условиях реформирования рынка капитала IPO выступает важным фактором повышения прозрачности, раскрытия информации, защиты прав акционеров, укрепления роли наблюдательных советов, внедрения международных стандартов финансовой отчетности, риск-менеджмента и ESG-подходов. В статье анализируются нормативно-правовые основы IPO-реформ в Узбекистане, включая Стратегию «Узбекистан — 2030», меры по сокращению участия государства в экономике, трансформацию крупных предприятий с государственным участием, а также создание Национального инвестиционного фонда Республики Узбекистан. Обосновано, что IPO-реформы способны усилить рыночную дисциплину и повысить инвестиционную привлекательность национальных компаний. Вместе с тем выявлены институциональные риски: формальный характер раскрытия информации, недостаточная ликвидность фондового рынка, слабая защита миноритарных акционеров и зависимость корпоративного управления от государственного участия. Предложены научно-практические рекомендации по углублению влияния IPO-реформ на качество корпоративного управления.

Ключевые слова. IPO, корпоративное управление, рынок капитала, приватизация, акционерные общества, государственные предприятия, прозрачность, миноритарные акционеры, ESG, инвестиционная привлекательность, Узбекистан.

Abstract. The article examines the impact of IPO reforms on the development of corporate governance in Uzbekistan. Particular attention is paid to the fact that an initial public offering is not only an instrument for attracting capital but also a mechanism for institutional transformation, especially in companies with state participation. In the context of capital market reforms, IPOs serve as an important factor in increasing transparency, improving disclosure, protecting shareholder rights, strengthening supervisory boards, implementing international financial reporting standards, risk management, and ESG approaches. The article analyzes the legal and institutional

foundations of IPO reforms in Uzbekistan, including the “Uzbekistan — 2030” Strategy, measures to reduce state participation in the economy, the transformation of large state-owned enterprises, and the establishment of the National Investment Fund of the Republic of Uzbekistan. The study argues that IPO reforms can strengthen market discipline and increase the investment attractiveness of national companies. At the same time, institutional risks are identified, including formal disclosure practices, insufficient stock market liquidity, weak protection of minority shareholders, and the continuing dependence of corporate governance on state ownership. Scientific and practical recommendations are proposed to deepen the positive impact of IPO reforms on the quality of corporate governance.

Keywords. *IPO, corporate governance, capital market, privatization, joint-stock companies, state-owned enterprises, transparency, minority shareholders, ESG, investment attractiveness, Uzbekistan.*

1. Введение

В современных условиях развитие корпоративного управления становится одним из ключевых факторов повышения конкурентоспособности национальной экономики. Для Узбекистана данный вопрос имеет особое значение, поскольку значительная часть крупных компаний и системообразующих предприятий исторически формировалась при активном участии государства. В такой модели корпоративное управление часто характеризуется высокой концентрацией собственности, ограниченной публичностью, недостаточной рыночной дисциплиной и слабым участием миноритарных акционеров.

ИПО-реформы в данном контексте выступают не только как механизм продажи акций инвесторам, но и как инструмент глубокой институциональной перестройки компаний. Подготовка к ИПО требует от предприятия перехода к более прозрачной финансовой отчетности, внедрения современных процедур внутреннего контроля, повышения качества совета директоров или наблюдательного совета, раскрытия информации о рисках, структуре собственности, связанных сторонах и стратегических целях развития.

В Стратегии «Узбекистан — 2030» предусмотрено включение акций 40 предприятий с государственным участием в программу «Халк ИПО», внедрение механизмов стимулирования населения к участию в ИПО, а также создание инфраструктуры для участия зарубежных номинальных держателей и кастодиальных банков на местном рынке капитала. Это показывает, что ИПО рассматривается государством не только как приватизационный инструмент, но и как механизм развития национального рынка капитала [3].

Актуальность темы усиливается тем, что в 2024–2026 годах в Узбекистане были приняты важные решения, направленные на подготовку предприятий с государственным участием к ИПО/SPO на местном и международном фондовых рынках. В частности, были утверждены меры по сокращению участия государства в

экономике, предусматривающие проведение IPO и SPO на местном фондовом рынке. Одновременно были приняты меры по трансформации крупных предприятий с государственным участием и ускорению процессов их приватизации, включая подготовку к публичному размещению акций на международном фондовом рынке [4; 5].

Цель статьи — определить влияние IPO-реформ на развитие корпоративного управления в Узбекистане и выявить основные направления усиления этого влияния в условиях трансформации государственных и крупных акционерных компаний.

2. Методология исследования

Методологическую основу исследования составляют системный, институциональный, сравнительный и аналитический подходы.

Системный подход позволяет рассматривать IPO не как отдельную финансовую операцию, а как комплексный процесс, включающий правовую, управленческую, финансовую и информационную трансформацию компании.

Институциональный подход используется для анализа влияния IPO-реформ на структуру собственности, права акционеров, деятельность наблюдательных советов, раскрытие информации и систему контроля.

Сравнительный подход применяется для сопоставления национальных реформ с международными принципами корпоративного управления, прежде всего с принципами G20/OECD. Согласно OECD, принципы корпоративного управления помогают государствам совершенствовать правовую, регуляторную и институциональную основу корпоративного управления, а также дают практические ориентиры для фондовых бирж, инвесторов и компаний [1].

Аналитический подход используется для выявления причинно-следственной связи между IPO-реформами и изменениями в корпоративном управлении.

3. Теоретические основы связи IPO и корпоративного управления

IPO — это первичное публичное размещение акций компании на фондовом рынке. Однако с точки зрения корпоративного управления IPO имеет более широкий смысл. Оно означает переход компании из закрытого или ограниченно публичного режима в режим регулярного взаимодействия с инвесторами, регуляторами, биржей, аналитиками и широкой общественностью.

Влияние IPO на корпоративное управление проявляется через несколько механизмов.

Во-первых, IPO усиливает требования к раскрытию информации. Компания должна предоставлять инвесторам более полные, точные и своевременные данные о финансовом положении, структуре собственности, рисках, стратегии и управленческих решениях. Принципы G20/OECD подчеркивают, что система корпоративного управления должна обеспечивать своевременное и точное раскрытие информации по всем существенным вопросам, включая финансовое положение, результаты деятельности, устойчивость, структуру собственности и управление компанией [2].

Во-вторых, IPO повышает роль наблюдательного совета. После выхода на рынок компания сталкивается с необходимостью учитывать интересы не только государства или контролирующего акционера, но и широкого круга инвесторов. Это требует усиления независимости совета, развития комитетов по аудиту, рискам, назначениям и вознаграждениям.

В-третьих, IPO формирует рыночную дисциплину. Публичная компания оценивается рынком через стоимость акций, доверие инвесторов, качество отчетности и выполнение стратегических обещаний. Это создает дополнительные стимулы для повышения эффективности управления.

В-четвертых, IPO способствует защите прав миноритарных акционеров. Чем шире акционерная база, тем выше значение процедур голосования, доступа к информации, дивидендной политики и механизмов предотвращения конфликтов интересов.

Рисунок 1. Механизм влияния IPO на корпоративное управление



Источник: разработано автором на основе систематизации нормативных и теоретических подходов.

4. Нормативно-институциональная база IPO-реформ в Узбекистане

IPO-реформы в Узбекистане имеют поэтапный характер. Их можно рассматривать как часть более широкой политики сокращения участия государства в экономике, развития рынка капитала и повышения эффективности корпоративного управления.

Согласно постановлению № ПП-303, Министерству экономики и финансов совместно с Агентством по управлению государственными активами поручено привлечь опытную управляющую компанию для передачи фонда в доверительное

управление. Среди обязательств управляющей компании указано размещение акций фонда до конца 2026 года на Ташкентской и международных фондовых биржах, включая Лондонскую. В документе также предусмотрены меры по повышению эффективности и прозрачности инвестиционных активов, улучшению бизнес-, операционной и коммерческой деятельности, а также внедрению современной системы управления рисками [6].

Постановление № ПП-74 от 25 февраля 2026 года дополнительно усилило связь между IPO и корпоративным управлением: в нем закреплены задачи развития культуры корпоративного управления, применения современных методов управления на предприятиях с государственным участием и в коммерческих банках, а также доведения доли независимых членов наблюдательного совета до 50 процентов. Тем же документом предусмотрено проведение до конца 2026 года IPO пакета акций до 30 процентов уставного капитала АО «Национальный инвестиционный фонд Республики Узбекистан» на международном и отечественном фондовых рынках [7].

Таблица 1. Основные нормативные и институциональные основы IPO-реформ в Узбекистане

Нормативный или институциональный документ	Содержание	Значение для корпоративного управления
Стратегия «Узбекистан — 2030»	Предусмотрено включение акций 40 предприятий с государственным участием в «Халк IPO»	Расширение участия населения в рынке капитала и формирование публичной акционерной культуры
Постановление от 19 апреля 2024 года № ПП-162	Предусмотрено проведение IPO/SPO предприятий с государственным участием на местном фондовом рынке	Сокращение участия государства и развитие публичного рынка акций
Постановление от 19 апреля 2024 года № ПП-163	Определены меры трансформации крупных предприятий с государственным участием и их подготовка к IPO/SPO на международном фондовом рынке	Усиление предприватизационной подготовки, отчетности, прозрачности и управления

<p>Постановление от 27 августа 2024 года № ПП-303</p>	<p>Создан Национальный инвестиционный фонд Республики Узбекистан</p>	<p>Концентрация долей в стратегических предприятиях и подготовка к публичному размещению</p>
<p>Постановление от 25 февраля 2026 года № ПП-74</p>	<p>Предусмотрено развитие культуры корпоративного управления, доведение доли независимых членов наблюдательного совета до 50 процентов и проведение IPO до 30 процентов уставного капитала УзНИФ</p>	<p>Прямое институциональное усиление корпоративного управления перед IPO</p>

5. Национальный инвестиционный фонд как новая модель IPO-трансформации

Создание Национального инвестиционного фонда Республики Узбекистан является одним из наиболее значимых шагов в развитии IPO-реформ. Фонд был создан постановлением Президента Республики Узбекистан от 27 августа 2024 года № ПП-303. В его уставный капитал были переданы государственные доли в ряде стратегических предприятий и коммерческих банков [6].

Согласно официальной информации UzNIF, фонд владеет стратегическими пакетами акций в размере от 25 до 40 процентов в ряде важнейших государственных предприятий страны, а его основная цель состоит в обеспечении долгосрочного устойчивого экономического роста и развития в интересах населения Узбекистана [8].

По данным Reuters от 24 апреля 2026 года, правительство Узбекистана планирует продать 30 процентов Национального инвестиционного фонда через IPO на Лондонской и Ташкентской фондовых биржах в мае 2026 года. Reuters также отмечает, что это должно стать первым выходом узбекской государственной структуры на глобальные рынки капитала [9].

Данный пример показывает, что IPO-реформы в Узбекистане постепенно переходят от локальной приватизации отдельных пакетов акций к более сложной модели международного размещения, требующей соответствия высоким требованиям корпоративного управления, раскрытия информации и защиты прав инвесторов.

Рисунок 2. IPO как инструмент трансформации государственных компаний

IPO как инструмент трансформации государственных компаний



Источник: разработано автором.

6. Основные направления влияния IPO-реформ на корпоративное управление

6.1. Повышение прозрачности и раскрытия информации

Главный эффект IPO заключается в том, что компания вынуждена переходить от закрытой модели управления к модели публичной отчетности. Для инвесторов важны не только финансовые показатели, но и качество управления, структура собственности, наличие независимых директоров, политика вознаграждения, система внутреннего контроля, управление рисками и ESG-факторы.

В Узбекистане проблема раскрытия информации остается одной из наиболее актуальных. Многие компании формально публикуют отчеты, но не всегда раскрывают информацию в достаточном объеме и качестве. IPO может изменить эту практику, поскольку инвесторы требуют не формального, а содержательного раскрытия информации.

6.2. Усиление роли независимых директоров

Одним из ключевых требований современного корпоративного управления является наличие независимых членов наблюдательного совета. Их роль состоит в защите интересов всех акционеров, контроле над исполнительным органом, предотвращении конфликта интересов и повышении доверия инвесторов.

Для Узбекистана это особенно важно, поскольку в компаниях с государственным участием корпоративное управление часто зависит от административных решений. Доведение доли независимых членов наблюдательного совета до 50 процентов может стать важным шагом к повышению объективности управленческих решений [7].

6.3. Внедрение международной финансовой отчетности

ИРО требует перехода к международным стандартам финансовой отчетности и внешнему аудиту. Это повышает сопоставимость финансовых данных, снижает информационную асимметрию между компанией и инвесторами, а также повышает доверие к финансовым результатам.

Постановление № ПП-163 предусматривает подготовку финансовых отчетов крупных предприятий с государственным участием на основе международных стандартов в рамках предприватизационной подготовки. Это напрямую связывает ИРО-реформы с повышением качества корпоративной отчетности [5].

6.4. Развитие культуры защиты прав акционеров

ИРО расширяет круг собственников компании. После публичного размещения акционерами могут стать не только государство и крупные инвесторы, но и частные лица, институциональные инвесторы, иностранные фонды и миноритарные акционеры. Это требует более четких процедур проведения общих собраний, голосования, выплаты дивидендов, раскрытия существенных фактов и предотвращения ущемления прав миноритариев.

6.5. Формирование рыночной оценки эффективности менеджмента

Публичная компания постоянно оценивается рынком. Цена акций, ликвидность, объем торгов и интерес инвесторов становятся индикаторами доверия к управлению. В такой среде менеджмент должен быть ориентирован не только на выполнение административных задач, но и на создание долгосрочной стоимости для акционеров.

Таблица 2. Влияние ИРО-реформ на элементы корпоративного управления

Элемент корпоративного управления	Состояние до ИРО	Изменение под влиянием ИРО	Ожидаемый результат
Раскрытие информации	Ограниченное, часто формальное	Регулярная публичная отчетность	Повышение прозрачности
Наблюдательный совет	Зависимость от контролирующего акционера	Рост роли независимых членов	Более объективный контроль
Финансовая отчетность	Национальные стандарты, ограниченная сопоставимость	IFRS и международный аудит	Рост доверия инвесторов

Права акционеров	Ограниченное участие миноритариев	Расширение механизмов защиты	Снижение агентских конфликтов
Риск-менеджмент	Фрагментарный характер	Системный внутренний контроль	Повышение устойчивости компании
ESG-повестка	Добровольный или слабый характер	Рост значения устойчивого развития	Привлечение институциональных инвесторов
Рыночная дисциплина	Слабое давление рынка	Оценка компании инвесторами	Повышение эффективности менеджмента

7. Проблемы и ограничения влияния IPO на корпоративное управление

Несмотря на значительный потенциал, IPO-реформы не автоматически гарантируют улучшение корпоративного управления. Их эффект зависит от качества институтов, правоприменения, независимости регулятора, зрелости фондового рынка и реальной готовности компаний к публичности.

Таблица 3. Основные риски IPO-реформ в Узбекистане

Риск	Содержание проблемы	Возможные последствия	Предлагаемое решение
Формальное раскрытие информации	Отчеты публикуются, но не содержат существенных данных	Недоверие инвесторов	Введение стандартов качественного раскрытия
Низкая ликвидность рынка	Ограниченный объем торгов и узкая база инвесторов	Слабая рыночная оценка компаний	Развитие институциональных инвесторов
Слабая защита миноритариев	Недостаточные механизмы влияния малых акционеров	Конфликты интересов	Усиление правовых гарантий и процедур голосования
Государственное доминирование	Сохранение административного влияния	Ограниченная независимость управления	Постепенное сокращение прямого вмешательства государства

Недостаток независимых директоров	Формальное назначение независимых членов	Слабый контроль менеджмента	Создание профессионального института директоров
Ограниченное ESG-раскрытие	ESG воспринимается как дополнительная отчетность	Снижение интереса международных инвесторов	Интеграция ESG в корпоративные отчеты

8. Обсуждение результатов

Анализ показывает, что IPO-реформы в Узбекистане имеют двойственный характер. С одной стороны, они направлены на сокращение участия государства в экономике, развитие фондового рынка и привлечение инвестиций. С другой стороны, их более глубокое значение состоит в изменении самой логики корпоративного управления.

Если ранее управление крупными компаниями было ориентировано преимущественно на государственные интересы и административные показатели, то после IPO возрастает значение акционерной стоимости, прозрачности, рыночной оценки, отчетности и доверия инвесторов.

Особое значение имеет то, что IPO-реформы могут стать фактором формирования новой корпоративной культуры. Публичная компания должна учитывать интересы разных групп: государства, частных инвесторов, миноритарных акционеров, работников, кредиторов, потребителей и общества. Это приближает национальную модель корпоративного управления к международным стандартам.

Однако эффективность IPO-реформ будет зависеть от того, станут ли они реальным инструментом изменения управления или останутся преимущественно приватизационной процедурой. Если IPO ограничится только продажей части акций без усиления независимого надзора, прозрачности, аудита, ESG и защиты акционеров, его влияние на корпоративное управление будет ограниченным.

Рисунок 3. Концептуальная модель влияния IPO-реформ



9. Научно-практические рекомендации

Во-первых, необходимо обеспечить переход от формального раскрытия информации к содержательному раскрытию. Компании должны публиковать не только финансовые отчеты, но и информацию о корпоративной стратегии, рисках, связанных сторонах, структуре собственности, вознаграждении руководства, деятельности наблюдательного совета и ESG-показателях.

Во-вторых, следует усилить институт независимых директоров. Независимый директор должен быть не формальной фигурой, а профессиональным участником корпоративного контроля, способным защищать интересы всех акционеров.

В-третьих, необходимо развивать рынок профессиональных корпоративных директоров, аудиторов, оценщиков, инвестиционных консультантов и специалистов по investor relations.

В-четвертых, IPO государственных компаний должно сопровождаться не только продажей акций, но и предварительной трансформацией бизнес-модели, системы внутреннего контроля, отчетности и корпоративной культуры.

В-пятых, следует создать единые цифровые платформы для раскрытия корпоративной информации, чтобы инвесторы могли получать стандартизированные, сопоставимые и достоверные данные.

В-шестых, необходимо расширить участие населения в IPO через финансовую грамотность, понятные инвестиционные продукты и механизмы защиты розничных инвесторов.

В-седьмых, ESG-показатели должны постепенно стать частью обязательной корпоративной отчетности крупных публичных компаний.

Заключение: IPO-реформы в Узбекистане представляют собой важный этап институциональной модернизации корпоративного сектора. Их значение не ограничивается привлечением капитала или продажей государственных пакетов акций. Более глубокий эффект IPO состоит в формировании новой модели корпоративного управления, основанной на прозрачности, отчетности, защите прав акционеров, независимом надзоре и рыночной дисциплине.

Проведенный анализ показывает, что нормативно-правовая база Узбекистана постепенно формирует условия для превращения IPO в инструмент повышения качества корпоративного управления. Стратегия «Узбекистан — 2030», меры по сокращению участия государства в экономике, трансформация крупных предприятий с государственным участием и создание Национального инвестиционного фонда свидетельствуют о переходе к более открытой и инвестиционно ориентированной модели корпоративного развития.

В то же время положительный эффект IPO-реформ не является автоматическим. Для его достижения необходимо обеспечить качественное раскрытие информации, реальную независимость наблюдательных советов, защиту миноритарных акционеров, развитие фондового рынка, внедрение ESG-подходов и повышение доверия инвесторов.

Таким образом, IPO-реформы могут стать одним из ключевых механизмов развития корпоративного управления в Узбекистане при условии, что они будут рассматриваться не только как приватизационная мера, но и как комплексная институциональная реформа, направленная на повышение прозрачности, эффективности и конкурентоспособности национальных компаний.

REFERENCES

1. OECD. G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023. Paris: OECD Publishing, 2023. https://www.oecd.org/en/publications/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_ed750b30-en.html
2. OECD. Disclosure and Transparency: G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023. https://www.oecd.org/en/publications/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_ed750b30-en/full-report/component-7.html
3. Указ Президента Республики Узбекистан от 11 сентября 2023 года № УП-158 «О Стратегии “Узбекистан — 2030”». <https://lex.uz/uz/docs/6600404?otherlang=4>
4. Постановление Президента Республики Узбекистан от 19 апреля 2024 года № ПП-162 «О дополнительных мерах по сокращению участия государства в экономике». <https://www.lex.uz/docs/6898708?ONDATE=06.03.2025&ONDATE2=16.04.2025&action=compare>
5. Постановление Президента Республики Узбекистан от 19 апреля 2024 года № ПП-163 «О мерах по трансформации и ускорению процессов приватизации крупных предприятий с государственным участием». <https://lex.uz/uz/docs/6898737?ONDATE=27.12.2025>
6. Постановление Президента Республики Узбекистан от 27 августа 2024 года № ПП-303 «Об образовании Национального инвестиционного фонда Республики Узбекистан». <https://lex.uz/docs/7086027>
7. Постановление Президента Республики Узбекистан от 25 февраля 2026 года № ПП-74 «О мерах повышения эффективности управления государственными активами». <https://lex.uz/acts/8066488?ONDATE=27.02.2026+00>
8. Suyunov D. K. Scientific Foundation For Implementation Of The Compliance Control System At Corporate Enterprises //The American Journal of Management and Economics Innovations. – 2021. – Т. 3. – №. 06. – С. 138-145.
9. Suyunov D. X., Xoshimov E. A. The main directions of development of the corporate governance system in Uzbekistan in modern conditions //Economics and Innovative Technologies. – 2019. – Т. 2019. – №. 4. – С. 11.
10. Suyunov D., Kenjabaev A. Achievements And Problems in Further Development of The Digital Economy in UzbekistanScientific Considerations //Web of Scientists and Scholars: Journal of Multidisciplinary Research. – 2023. – Т. 1. – №. 7. – С. 38-45.

11. Suyunov D., Kenjabaev A. Achievements And Problems in Further Development of The Digital Economy in UzbekistanScientific Considerations //Web of Scientists and Scholars: Journal of Multidisciplinary Research. – 2023. – Т. 1. – №. 7. – С. 38-45.

12. Suyunov D. K. Scientific Foundation For Implementation Of The Compliance Control System At Corporate Enterprises //The American Journal of Management and Economics Innovations. – 2021. – Т. 3. – №. 06. – С. 138-145.