



ВАЖНОСТЬ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПРОЗРАЧНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРИ ПРОВЕДЕНИИ IPO ГОСУДАРСТВЕННЫХ КОМПАНИЙ

PhD Сайдуллаев Шахзод

Ташкентский государственный экономический университет

sh.saydullayev@tsue.uz

ORCID: 0000-0002-7173-818X

Аннотация. Прозрачность деятельности играет ключевую роль в процессе проведения IPO государственных компаний, поскольку обеспечивает доверие инвесторов и стимулирует приток капитала. Данная исследовательская работа направлена на анализ важности прозрачности в контексте приватизации государственных активов через IPO. Особое внимание уделяется роли прозрачности в минимизации рисков для инвесторов и повышению эффективности капиталовложений. На основе анализа литературных источников и практических случаев исследование выявляет взаимосвязь между уровнем прозрачности и успехом IPO государственных компаний, а также предлагает рекомендации по совершенствованию механизмов обеспечения прозрачности в процессе приватизации. Результаты исследования могут быть полезны как для правительственных структур, так и для участников финансовых рынков, способствуя улучшению качества процесса IPO и повышению доверия к инвестиционной среде.

Ключевые слова: транспарентность, приватизация, корпоративное управление, доверие инвесторов, риски инвестирования, публичное предложение, конфедикальная информация.

DAVLAT KOMPANIYALARINING IPO SINI O'TKAZISHDA FAOLIYAT SHAFFOFLIGINI TA'MINLASHNING MUHIMLIGI

PhD Saydullayev Shaxzod

Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti

Аннотация. Davlat kompaniyalari tomonidan IPO o'tkazish jarayonida faoliyat shaffofligi muhim rol o'ynaydi, chunki u investorlarning ishonchini ta'minlaydi va kapital oqimini rag'batlantiradi. Ushbu tadqiqot ishi IPO orqali davlat aktivlarini xususiyashtirish sharoitida shaffoflikning ahamiyatini tahlil qilishga qaratilgan. Investorlar uchun risklarni minimallashtirish va investitsiya samaradorligini oshirishda shaffoflikning roliga alohida urg'u berilgan bo'lib, tadqiqotda adabiyotlar va amaliy holatlar tahlili asosida davlat kompaniyalari IPOlarining shaffoflik darajasi va muvaffaqiyati o'rtasidagi bog'liqlik ochib berilgan, shuningdek, xususiyashtirish jarayonida shaffoflikni ta'minlash mexanizmlarini takomillashtirish bo'yicha tavsiyalar berilgan. Tadqiqot natijalari davlat idoralari uchun ham, moliya bozori ishtirokchilari uchun ham foydali bo'lib, IPO jarayoni sifatini yaxshilashga va investitsiya muhitiga ishonchni oshirishga yordam beradi.

Калит so'zlar: shaffoflik, xususiyashtirish, korporativ boshqaruv, investor ishonchi, investitsiya risklari, ommaviy taklif, maxfiy ma'lumotlar.

THE IMPORTANCE OF ENSURING TRANSPARENCY WHEN CONDUCTING IPOs OF STATE COMPANIES

PhD Saydullaev Shakhzod

Tashkent State University of Economics

Annotation. *Transparency plays a key role in the IPO process of public companies, as it ensures investor confidence and stimulates capital inflows. This research work aims to analyze the importance of transparency in the context of privatization of public assets through IPO. Particular attention is paid to the role of transparency in minimizing risks for investors and increasing the efficiency of investment. Based on an analysis of literature and practical cases, the study reveals the relationship between the level of transparency and the success of IPOs of state-owned companies, and also offers recommendations for improving mechanisms for ensuring transparency in the privatization process. The results of the study can be useful for both government agencies and financial market participants, helping to improve the quality of the IPO process and increase confidence in the investment environment.*

Keywords: *transparency, privatization, corporate governance, investor confidence, investment risks, public offering, confidential information.*

Введение.

Обеспечение прозрачности деятельности является неотъемлемым аспектом при проведении Initial Public Offering (IPO) государственных компаний. IPO представляет собой процесс первичного размещения акций компании на открытом рынке, что позволяет ей привлечь дополнительные средства для реализации своих стратегических целей. В случае государственных компаний, проведение IPO имеет особую важность, поскольку оно связано с привлечением частных инвесторов, изменением структуры собственности и повышением прозрачности управления.

Прозрачность деятельности государственных компаний при проведении IPO играет решающую роль в привлечении потенциальных инвесторов и обеспечении их доверия к компании. Инвесторы стремятся получить достоверную информацию о финансовом состоянии, операционной деятельности, рисках и перспективах развития компании, прежде чем принимать решение о вложении своих средств. Поэтому, государственным компаниям необходимо предоставить полную и достоверную информацию, а также прозрачные процессы управления, чтобы инвесторы могли оценить потенциал и риски инвестиций.

В данной статье мы рассмотрим важность обеспечения прозрачности деятельности государственных компаний при проведении IPO, а также основные принципы и механизмы, которые могут быть применены для достижения этой цели. Мы также изучим примеры лучших практик и рекомендации, которые могут быть полезны для государственных компаний, стремящихся провести успешное IPO и установить долгосрочные отношения с инвесторами.

Обзор литературы.

Исследование, проведенное консалтинговой компанией "McKinsey"²¹² в начале текущего века, выявило важность корпоративного управления для инвесторов, выбирающих объекты инвестирования. Опрос, в котором участвовали более 200 инвестиционных компаний из 31 страны мира, показал, что инвесторы готовы заплатить выше за акции компаний, которые проявляют прозрачность в своем управлении и представляют отчетность в соответствии с мировыми стандартами.

²¹² «McKinsey & Company» — международная консалтинговая компания, основана в 1926 г. в США. Имеет более 100 офисов в 60 странах мира. Количество работников – 27 тыс., оборот – 10 млрд. долл. США (2018 г.).

Величина этой премии существенно различается в зависимости от страны: от 10-15% в США и Западной Европе до 40% в России²¹³.

Важность обеспечения прозрачности при проведении IPO государственных компаний также связана с общественным интересом. Государственные компании, являясь частично государственным имуществом, несут ответственность перед обществом и налогоплательщиками. Прозрачность и открытость позволяют обществу оценивать эффективность использования государственных ресурсов, контролировать деятельность компаний и предотвращать коррупцию.

Первичные публичные размещения акций стали одним из основных стратегических способов привлечения капитала для компаний, испытывающих недостаток денежных средств (Grover & Bhullar, 2021).

Согласно научной работе авторов, прозрачность механизма размещения акций приводит к более широкому участию розничных инвесторов и, в свою очередь, приводит к более высоким ценам IPO. Акьюл и др. (2014) изучают влияние нормативных изменений на европейские IPO и обнаруживают, что занижение цен на IPO снизилось на рынках, регулируемых государствами-членами ЕС, после того как государства-члены приняли кодексы корпоративного управления, содержащие положения, аналогичные Закону Сарбейнса-Оксли. Авторы приходят к выводу, что повышение стандартов корпоративного управления повышает прозрачность и уменьшает информационную асимметрию, которая влияет на оценку IPO (Neupane and other, 2012).

Исследование раскрытия информации играет важную роль в содействии эффективной работе рынка капитала (Michelon, Rodrigue, Trevisan, 2019). С точки зрения информационного эффекта, информация о рисках может объяснить известные факторы риска и чрезвычайные ситуации, повысить прозрачность информации и снизить восприятие риска пользователями информации.

Обеспечение прозрачности при проведении IPO является критическим элементом исключительной важности. Вот несколько основных причин, почему прозрачность играет такую сильную роль:

1. Привлечение инвесторов: Инвесторы стремятся получить точную и достоверную информацию о компании перед принятием решения об инвестициях. Чем больше прозрачность предоставляется в процессе IPO, тем больше вероятность привлечения широкого круга потенциальных инвесторов, включая институциональных и розничных инвесторов (Karimov & Saydullaev, 2019).

2. Цена акций: Прозрачность играет важную роль в определении правильной цены акций во время IPO. Инвесторы оценивают компанию на основе предоставленных данных и информации. Если информация неполна или неточна, это может привести к неправильной оценке компании и недооценке или переоценке цены акций (Ковалев, 2018).

3. Ликвидность и долгосрочные отношения: Прозрачность помогает установить долгосрочные отношения с инвесторами после проведения IPO. Инвесторы ожидают, что компания будет предоставлять регулярную и достоверную информацию о своей деятельности. Это способствует поддержанию доверия инвесторов и поддерживает ликвидность акций компании на рынке (Huang and other, 2019).

4. Законодательные требования и регуляторы: Во многих юрисдикциях существуют законодательные требования и регуляторы, которые требуют от компаний обеспечивать прозрачность во время IPO. Невыполнение этих требований может привести к правовым последствиям и задержкам в процессе размещения акций (Ibbotson, Sindelar and other, 1988).

²¹³ <http://www.kommersant.ru/doc/337373>

5. **Общественный интерес:** Государственные компании несут ответственность перед обществом и налогоплательщиками. Прозрачность деятельности государственных компаний во время IPO позволяет обществу оценивать эффективность использования государственных ресурсов и контролировать деятельность компании (Sepehrdoust and other, 2022).

Методология.

В методологии данной статьи использованы анализ и синтез, вывод научной абстракции, классификация, обобщение, сравнительная, теоретическая интерпретация, аналитические методы, в результате библиографического исследования проблемы «публичного размещения акций», факторов, влияющих на успешность IPO, а также значение транспарентности компании были определены перспективы дальнейшего развития.

Информация, использованная в статье, в основном получена из двух источников: официальных веб-страниц республиканских фондовых бирж «Ташкент» и акционерных обществ. В центре внимания данной статьи история IPO акционерного общества «Кварц», которое проводилось впервые в истории Узбекистана в 2018-2019 годах, и акционерных обществ АО «Жиззах Пластмасса» и АО «Uzauto Motors».

Анализ и результаты.

Оценку уровня прозрачности корпоративного управления в акционерных обществах Узбекистана проводят независимые оценщики на основании специального вопросника²¹⁴. Он включает 100 вопросов, сгруппированных по разделам:

- I. Оценка процедур подготовки к внедрению Кодекса.
- II. Оценка соблюдения рекомендаций Кодекса.
- III. Оценка соответствия организационной структуры АО.
- IV. Оценка конкурсного отбора.
- V. Оценка перехода к публикации в соответствии с МСФО и МСА.
- VI. Оценка внедрения современных систем управления (ISO, ERP, SAP и др.).
- VII. Оценка информационной политики.
- VIII. Оценка финансовых результатов.
- IX. Оценка других направлений.

Инвестор особое внимание обращает на вопросы, показывающие состояние прозрачности управления и уровень раскрытия информации, включая:

- определение ясных критериев конфиденциальной информации, коммерческой тайны, а также сведений, которые могут повлиять на изменение цены акций;
- раскрытие на общем собрании акционеров размера вознаграждения и компенсаций исполнительного органа;
- публикации на сайте АО сведений об исполнительном органе и оценке эффективности его деятельности, о структуре акционерного капитала АО;
- раскрытие обоснования предлагаемого распределения чистой прибыли, размера дивидендов, оценки их соответствия принятой в АО дивидендной политике;
- обоснование объемов направления части чистой прибыли на нужды развития АО;
- предоставление по требованию акционеров иной информации об АО (за исключением конфиденциальной информации, коммерческой тайны).

Данная информация является первичной и должна быть раскрыта для завоевания доверия инвесторов к компании, выходящей на IPO. Однако на опыте Узбекистана

²¹⁴ <http://davaktiv.uz/ru/deyatelnost/direction/corporativ/kodeks-korporativnogo-upravleniya>.

выяснилось, что не все компании, выходящие на IPO и выходящие из него, следовали этому принципу (Табл.1).

Таблица 1

Оценка раскрытия информации о деятельности компаний, вышедших на IPO
(Karimov, Saydullaev, 2019)

Информация, подлежащая раскрытию	Максимальный балл	АО Кварц	АО Жиззах Пластмасса	АО Uzauto Motors
Вся информация доступна на узбекском, русском и английском языках.	15 баллов (по 5 баллов за всю информацию на каждом языке)	10	10	10
Размещение Устава Общества и иных внутренних документов.	15 баллов (5 баллов за Устав и 1 балл за каждые остальные внутренние положения)	15	15	5
Размещение бизнес-плана и финансовых результатов за последние три года	10 баллов (по 5 баллов за бизнес-план и финансовую отчетность)	10	10	5
Размер премий и компенсаций наблюдательного совета и исполнительного органа	10 баллов	0	0	0
Стратегия развития компании на краткосрочную и долгосрочную перспективу	10 баллов	0	10	0
Заключения международных стандартов, программ управления и международных аудиторских организаций	10 баллов	10	5	10
Подробная информация о ценных бумагах общества (виды выпущенных ценных бумаг, количество, брошюры о выпусках, размер дивидендов)	20 баллов	20	15	5
Квартальные, полугодовые и годовые отчеты о деятельности компании	10 баллов	5	0	0
Итого:	100 баллов	70	65	35

***Примечание:** данная оценка сделана автором на основе библиографического анализа, основанного на уровне важности информации.*

На основании приведенных выше табличных данных попытаемся определить степень прозрачности эмитентов.

Для информации: степень прозрачности эмитента (то есть достаточная информационная прозрачность) – это определяется взаимной адекватностью всех его операций и информации о них.

Этот показатель оценивается в процентах и мы предлагаем определять его по следующему критерию (формула подготовлена автором):

$$T(I) = \frac{I^F * P}{IR} * 100\%$$

Здесь:

$T(I)$ – индекс или показатель прозрачности компании;

I^F – максимальное количество вопросов при исследовании акционерным обществом прозрачности информации;

P – максимальное количество баллов, полученных за исследование;

I^R – повышение количества и качества информации, требуемой нормативными документами и в порядке, установленном финансовым рынком.

Используя эту формулу и данные таблицы 1, мы рассчитали уровень прозрачности АО «Кварц», «Жиззах Пластмасса» и «Uzauto Motors».

Уровень прозрачности АО «Кварц»:

$$T(I)_{\text{Кварц}} = \frac{4 * 70}{8 * 100} * 100\% = 35\%$$

Уровень прозрачности АО «Жиззах Пластмасса»:

$$T(I)_{\text{Жиззах Пластмасса}} = \frac{3 * 65}{8 * 100} * 100\% = 24,4\%$$

Уровень прозрачности АО «Uzauto Motors»:

$$T(I)_{\text{Uzавто}} = \frac{1 * 35}{8 * 100} * 100\% = 4,375\%$$

Как видно из приведенных расчетов, истинная степень прозрачности вышеприведенных акционерных обществ не является максимальной, наоборот критической. При определении уровня прозрачности данные таблицы 1 учитывались преимущественно по количеству вопросов по количеству, а качественно по количеству набранных баллов. Желательно также, чтобы данная формула использовалась при оценке количества и качества информации, раскрываемой акционерных обществ, в связи с результатами оценки системы корпоративного управления. Таким образом, уровень адекватной прозрачности информации, размещаемой на сайтах акционерных обществ, оценивается критически низким.

Раскрытие информации является основным критерием системы корпоративного управления. С другой стороны, компания должна подготовиться на высоком уровне и раскрыть всю информацию о себе, чтобы привлечь не только иностранных инвесторов, но и местных жителей. Для этого, прежде всего, необходимо обеспечить открытость и прозрачность всей информации компании. Данное требование отражено в Кодексе корпоративного управления Республики Узбекистан, и каждая компания, внедряющая в свою деятельность корпоративное управление, обязуется раскрывать следующую информацию:

- Определить конкретные критерии отнесения информации к категориям конфиденциальной информации, коммерческой тайны и иной информации, которая может повлиять на цену акций;
- Обеспечить публикацию информации, подлежащей раскрытию, на сайте АО и в других источниках, предусмотренных законодательством, с переводом на английский, русский и другие языки, удобные для акционеров и других заинтересованных лиц, включая иностранных инвесторов;
- Раскрыть размер вознаграждений и компенсаций исполнительного органа на общем собрании акционеров;
- На сайте АО публикуется информация об исполнительном органе и его оценка деятельности, состав акционерного капитала (акционеры, владеющие более 20 процентов акций);
- Сообщить о причинах предлагаемого распределения чистой прибыли, размере дивидендов, оценке их соответствия дивидендной политике АО, а также объяснить и обосновать направление части чистой прибыли на нужды развития АО, при необходимости;

- Предоставить определенную информацию (за исключением сведений, составляющих конфиденциальную информацию и коммерческую тайну), необходимую акционерам и инвесторам, в кратчайшие сроки по запросу акционеров.

Кроме того, в анкете оценки системы корпоративного управления рекомендуется раскрывать следующую ключевую информацию:

- Информация об использовании современного подхода к управлению, специальных управленческих программ, заключениях международных аудиторских организаций, стандартах и услугах по оценке;
- Среднесрочная и долгосрочная стратегия развития компании;
- Все внутренние документы предприятия, кроме конфиденциальных;
- Бизнес-план и финансовая отчетность за последние три года и так далее.

Заключение.

На основании представленной информации в таблице можно сделать вывод, что уровень прозрачности компаний, проводивших IPO в Узбекистане, является низким. Этот фактор может негативно влиять на отношение потенциальных инвесторов к компаниям. Для того чтобы обеспечить полную прозрачность деятельности отечественных компаний, которые планируют проводить IPO в будущем, предлагается внести обязательное условие о раскрытии информации о сфере деятельности компании, что уже определено в Корпоративном кодексе, для всех категорий листинга на Республиканской фондовой бирже "Ташкент". Это позволит установить стандарты прозрачности и создать более благоприятную среду для инвестиций, увеличивая доверие инвесторов к компаниям, выходящим на открытый рынок.

Литература/ Reference:

Akyol, Alic C., Cooper, Tommy, Meoli, Michele, Vismara, Silvio, (2014). *Do regulatory changes affect the underpricing of European IPOs?* J. Bank. Financ. 45, 43–58.

Grover, K. L., & Bhullar, P. S. (2021). *The nexus between risk factor disclosures and short-run performance of IPOs: Evidence from literature.* World Journal of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development, 17(4), 907–921.

Hamid Sepehrdoust, Shokoufeh Ahmadvand, Nesa Mirzaei. (2022) *Impact of information, communication technology and housing industry on financial market development.* Technology in Society, Volume 69.

Ibbotson, R.G., Sindelar, J.L. and Ritter J.R., (1988), *Initial public offerings, Volume 1. 2 (Journal of Applied Corporate Finance)*

Karimov, N., & Saydullaev, S. (2019). *Prospects for the development of the stock market: The first IPO and SPO analysis conducted by the companies of Uzbekistan.* Journal of Advanced Research in Dynamical and Control Systems, 11(7), 938-950

Michelon G, Rodrigue M, Trevisan E. (2019) *The marketization of a social movement: Activists, shareholders and CSR disclosure.* Organizations and Society, p. 101074.

Neupane, Suman, Poshakwale, Sunil S., (2012). *Transparency in IPO mechanism: retail investors' participation, IPO pricing and returns.* J. Bank. Financ. 36 (7), 2064–2076.

Ying Sophie Huang, Mengyu Li, Carl R. Chen. (2019) *Financial market development, market transparency, and IPO performance.* Pacific-Basin Finance Journal, Volume 55, Pages 63-81

Ковалев, М. (2018) *Первичное публичное размещение акций: перспективы / М. Ковалев // Вестник ассоциации белорусских банков. – 5 с.*