ISSN: 2181-4341, IMPACT FACTOR (RESEARCH BIB) – 9.145, SJIF – 5,431

Якубова Самира Сабитджановна

Доцент Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан

Адрес электронной почты

Арипова Саодат Магруповна

слушатель 2-го курса магистратуры

Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан

Адрес электронной почты

asaodat@mail.ru

СПОСОБЫ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ СИСТЕМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В УЗБЕКИСТАНЕ

Аннотация.

В статье рассматриваются ключевые направления совершенствования системы корпоративного управления в Республике Узбекистан в контексте институциональных реформ и трансформации корпоративного сектора в 2023–2025 гг. На основе институционального и сравнительного анализа нормативно-правовой базы, кодекса корпоративного управления и показателей фондового рынка выявлены основные проблемы действующей модели корпоративного управления, включая высокую долю государственного участия, формальный характер независимости наблюдательных советов, недостаточную прозрачность и ограниченную защиту прав миноритарных акционеров. В статье обоснованы приоритетные способы совершенствования системы корпоративного управления, направленные на усиление роли наблюдательных советов, повышение требований к раскрытию информации, развитие профессионального корпоративного секретариата и внедрение мотивационных механизмов, ориентированных на долгосрочную эффективность компаний. Полученные выводы и рекомендации имеют практическую значимость для регуляторов, государственных и частных компаний, а также потенциальных инвесторов.

Ключевые слова: корпоративное управление; государственные активы; наблюдательные советы; раскрытие информации.

Введение.

В условиях, проводимых в Республике Узбекистан структурных экономических реформ особое значение приобретает формирование эффективной системы корпоративного управления как ключевого фактора устойчивого развития корпоративного сектора и повышения инвестиционной привлекательности национальной экономики. Активизация процессов приватизации, трансформация государственных предприятий в акционерные общества, а также расширение участия частного и иностранного капитала

объективно усиливают требования к качеству управления компаниями и прозрачности принимаемых управленческих решений.

Несмотря на последовательное обновление нормативно-правовой базы и внедрение элементов международных стандартов корпоративного управления, в практике узбекских компаний по-прежнему сохраняется ряд системных проблем. К ним относятся высокая доля государственного участия в уставном капитале, ограниченная роль наблюдательных советов в стратегическом управлении, формальный характер независимости наблюдательных советов, недостаточный уровень раскрытия корпоративной информации и слабая защита прав миноритарных акционеров. Указанные факторы негативно отражаются на эффективности деятельности компаний, уровне доверия инвесторов и развитии фондового рынка.

В последние годы государственная политика в сфере корпоративного управления ориентирована на повышение прозрачности управления государственными активами, внедрение современных механизмов корпоративного контроля и усиление ответственности органов управления. Вместе с тем реализация данных реформ требует научного осмысления их практических результатов, а также разработки обоснованных рекомендаций по дальнейшему совершенствованию системы корпоративного управления с учетом национальных особенностей и лучшего международного опыта.

Целью настоящего исследования является анализ современного состояния системы корпоративного управления в Узбекистане и разработка практических способов ее совершенствования в условиях институциональных преобразований. Для достижения поставленной цели в работе предусматривается решение следующих задач: выявление ключевых проблем корпоративного управления в национальной практике; анализ действующих механизмов управления и контроля; обоснование приоритетных направлений повышения эффективности корпоративного управления.

Объектом исследования является система корпоративного управления в акционерных обществах Республики Узбекистан. Предметом исследования выступают организационные, институциональные и экономические механизмы, определяющие эффективность корпоративного управления и взаимодействие между собственниками, наблюдательными советами и менеджментом компаний.

Обзор литературы

Обзор литературы демонстрирует наличие значительного массива научных исследований, посвящённых вопросам корпоративного управления, его роли в повышении эффективности деятельности компаний и защите интересов собственников. В трудах М. Дженсена и У. Меклинга (Jensen, Meckling, 1976) корпоративное управление рассматривается через призму агентских отношений, где ключевой проблемой выступает конфликт интересов между акционерами и менеджментом. Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Силанес и А. Шлейфер (La Porta et al., 1999) акцентируют внимание на значении правовой защиты инвесторов и институциональной среды для развития корпоративного сектора и рынков капитала.

Вопросы роли совета директоров (наблюдательных советов) и механизмов контроля подробно анализируются в работах Д. Кадбери (Cadbury, 1992), который сформулировал базовые принципы корпоративного управления, включая подотчётность, прозрачность и разделение функций управления и контроля. А. Шлейфер и Р. Вишни (Shleifer, Vishny, 1997) подчёркивают, что эффективность корпоративного управления во многом

определяется степенью защиты прав миноритарных акционеров и ограничением оппортунистического поведения мажоритарных собственников.

Особенности корпоративного управления в странах с развивающимися и переходными экономиками рассматриваются в работах Н. Кларка (Clarke, 2004) и С. Пратта (Pratt, 2012), которые указывают на высокую концентрацию собственности, значительное участие государства и слабость рыночных механизмов корпоративного контроля. Авторы отмечают, что в подобных условиях формальное заимствование международных стандартов корпоративного управления без их адаптации к национальной институциональной среде не обеспечивает повышения эффективности управления.

В региональных исследованиях стран СНГ и постсоциалистического пространства значительный вклад внесли А. В. Шкаленко (Шкаленко, 2020), М. В. Меланьина (Меланьина, 2020) и А. Н. Фомичев (Фомичев, 2023). В указанных работах подчёркивается, что процессы приватизации и реформирования государственных предприятий требуют комплексного развития корпоративных институтов, усиления роли советов директоров (наблюдательных советов) и внедрения действенных механизмов внутреннего и внешнего контроля.

Национальные исследования, посвящённые корпоративному управлению в Республике Узбекистан, в основном сосредоточены на анализе нормативно-правовой базы и практики функционирования акционерных обществ с государственным участием. Авторы отмечают определённый прогресс в институциональном оформлении системы корпоративного управления, однако указывают на сохраняющиеся проблемы, включая формальный характер независимости наблюдательных советов, недостаточную прозрачность корпоративной отчетности и ограниченное участие миноритарных акционеров в процессе принятия решений.

Таким образом, анализ научной литературы свидетельствует о том, что, несмотря на значительное количество исследований, вопросы практических способов совершенствования системы корпоративного управления с учётом современных реформ и институциональных изменений остаются недостаточно систематизированными, что определяет необходимость дальнейших научных исследований в данном направлении.

Методология исследования

Методологическая основа исследования сформирована с учетом комплексного характера системы корпоративного управления и необходимости анализа как институциональных, так и организационно-экономических аспектов ее функционирования в Республике Узбекистан. В работе использован прагматический исследовательский подход, предполагающий сочетание количественных и качественных методов анализа в зависимости от поставленных целей и задач.

В рамках качественного анализа применялись методы изучения и систематизации нормативно-правовых актов, регулирующих корпоративное управление, а также анализа кодекса корпоративного управления и внутренних регламентов акционерных обществ с государственным и смешанным участием. Данный подход позволил выявить институциональные особенности национальной модели корпоративного управления, степень соответствия международным стандартам и ключевые направления проводимых реформ.

Количественный анализ основан на использовании официальных статистических данных о структуре собственности, динамике развития акционерных обществ, показателях фондового рынка и корпоративной отчетности за период 2019–2024 гг. В исследовании применялись методы анализа рядов динамики, относительных и структурных показателей, что обеспечило возможность оценки изменений в системе корпоративного управления в условиях институциональных преобразований.

Дополнительно использовался сравнительный метод, позволивший сопоставить практики корпоративного управления в Узбекистане с рекомендациями международных организаций и распространенными моделями корпоративного управления в странах с развивающимися рынками. Это дало возможность выявить ключевые разрывы между нормативным регулированием и фактической практикой корпоративного управления.

Для повышения достоверности и обоснованности выводов применялась триангуляция данных, предполагающая использование нескольких источников информации и методов анализа. Исследование проводилось с соблюдением принципов научной объективности, корректности интерпретации данных и этических норм.

Анализ и результаты

Корпоративный сектор Республики Узбекистан формируется под влиянием масштабных институциональных преобразований, направленных на реформирование государственного сектора, развитие частного предпринимательства и активизацию фондового рынка. В последние годы в стране реализуется комплекс мер по повышению эффективности управления государственными активами, совершенствованию корпоративных механизмов и внедрению международных стандартов корпоративного управления. В этих условиях анализ структуры собственности и количественных характеристик акционерных обществ является важным элементом оценки текущего состояния корпоративного управления.

По состоянию на начало 2025 года в Узбекистане, по данным Центрального депозитария, на 1 января 2025 зарегистрировано 688 акционерных обществ, что свидетельствует о стабилизации их количества после периода сокращения, связанного с реорганизацией и ликвидацией неэффективных государственных предприятий[1]. В предыдущие годы в рамках институциональных реформ проводилась масштабная оптимизация корпоративного сектора, направленная на сокращение избыточных организационно-правовых форм и повышение эффективности управления предприятиями с государственным участием.

Динамика изменения количества акционерных обществ за 2020–2024 гг. представлена на рисунке 1.

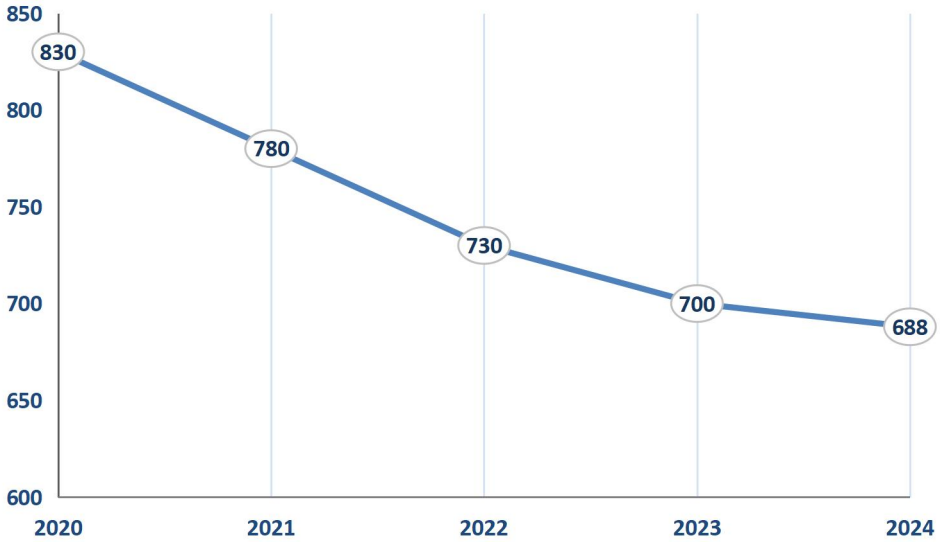


Рисунок 1. Динамика изменения количества акционерных обществ за 2020–2024 гг[1].

Анализ динамики показывает, что в рассматриваемый период наблюдалось постепенное сокращение количества акционерных обществ. Данная тенденция обусловлена реформированием государственного сектора, укрупнением активов, а также преобразованием части предприятий в другие организационно-правовые формы. Несмотря на снижение общего количества акционерных обществ, корпоративный сектор продолжает играть важную роль в структуре национальной экономики, поскольку значительная часть крупных промышленных и инфраструктурных компаний функционирует именно в форме акционерных обществ.

Одной из ключевых характеристик корпоративного сектора Узбекистана остаётся высокая доля государственного участия в капитале компаний. Согласно данным Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан, доля государства в совокупном уставном капитале акционерных обществ превышает 70 %, а в стратегически значимых предприятиях — 75 % и более[2]. Такая структура собственности отражает исторически сложившуюся модель развития экономики, в которой государство играет значительную роль в управлении крупными предприятиями и стратегическими секторами.

Структура акционерных обществ по форме собственности представлена на рисунке 2.

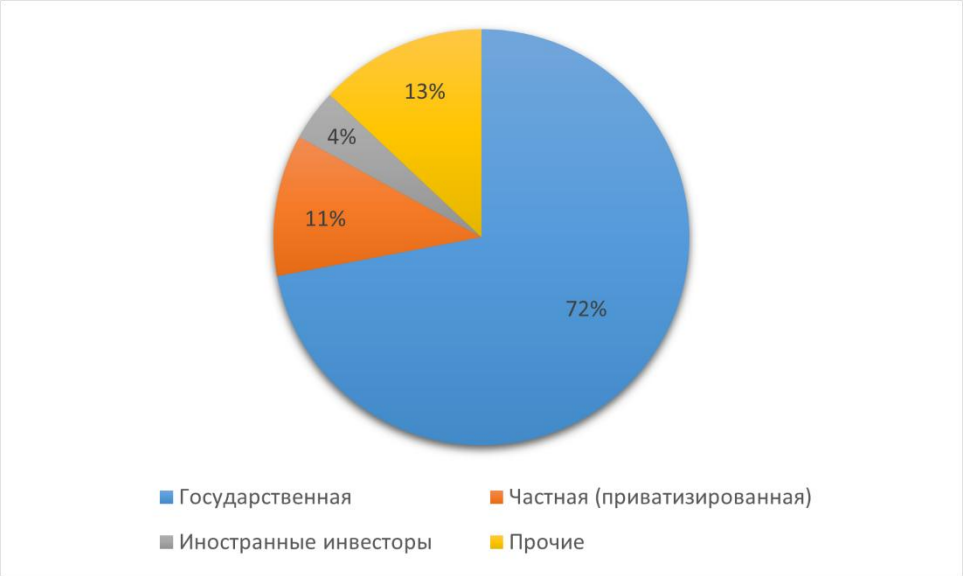


Рисунок 2. Структура акционерных обществ по форме собственности в Республике Узбекистан[2].

Высокая концентрация собственности в руках государства оказывает прямое влияние на эффективность корпоративного управления. С одной стороны, государственное участие обеспечивает устойчивость и контроль в стратегических отраслях, с другой — снижает стимулы к внедрению рыночных механизмов корпоративного контроля и ограничивает роль миноритарных акционеров. В подобных условиях наблюдательные советы часто выполняют формальные функции, а их независимость от мажоритарного акционера остаётся ограниченной.

Анализ распределения акционерных обществ с государственным участием по размеру доли государства в уставном капитале показывает, что значительная часть компаний относится к категории предприятий с контрольным пакетом акций, принадлежащим государству (более 50 %)[4]. Такая структура собственности свидетельствует о сохранении высокой степени государственного влияния на процессы принятия управленческих решений, а также об ограниченных возможностях реализации принципов корпоративной подотчётности и обеспечения баланса интересов различных групп акционеров.

Доля государства в капитале	Количество акционерных обществ
до 25 %	60
25–50 %	90
50–75 %	140
более 75 %	220

Таблица 1. Распределение акционерных обществ с государственным участием по доле государства в уставном капитале[4].

Представленные данные свидетельствуют о высокой степени концентрации государственной собственности в акционерных обществах. В условиях преобладания государственного участия ключевые стратегические решения в значительной степени определяются государством как основным акционером. Это также оказывает влияние на формирование наблюдательных советов и общую корпоративную политику компаний. Подобная структура собственности ограничивает возможности более активного участия

миноритарных акционеров в процессе принятия управленческих решений и снижает роль рыночных механизмов корпоративного контроля.

Развитие корпоративного управления в значительной степени определяется уровнем развития фондового рынка, который выступает механизмом внешнего корпоративного контроля и каналом привлечения инвестиций. Анализ показателей рынка ценных бумаг в Узбекистане позволяет выявить как положительные тенденции, так и сохраняющиеся структурные ограничения.

В 2020–2024 гг. фондовый рынок Узбекистана демонстрировал заметное увеличение торговой активности. По официальным данным Республиканской фондовой биржи «Тошкент»[5], по итогам 2024 года совокупный объём торгов на всех торговых площадках биржи составил около 21,9 трлн сумов, что в несколько раз превышает показатели предыдущего года. При этом около 19,5 трлн сумов приходилось на операции с ценными бумагами, включёнными в официальный котировальный список. Общее количество заключённых сделок приблизилось к 500 тысячам.

Рост оборота торгов свидетельствует о повышении интереса к инструментам фондового рынка и расширении участия инвесторов. Вместе с тем структура торгов остаётся концентрированной: значительная часть оборота формируется за счёт ограниченного круга крупных эмитентов, преимущественно с государственным участием. Это указывает на неравномерное распределение ликвидности и сохраняющуюся зависимость динамики рынка от отдельных корпоративных событий.

Несмотря на существенный прирост абсолютных показателей, глубина рынка остаётся ограниченной. Количество компаний, акции которых находятся в организованном биржевом обращении, не превышает 100 эмитентов, при этом активные операции осуществляются по значительно меньшему числу бумаг. В результате механизм рыночного ценообразования и внешнего корпоративного контроля реализуется не в полной мере.

Таким образом, официальные статистические данные подтверждают наличие положительной динамики объёма торгов и общего оборота биржи в последние годы. Однако качественная структура рынка по-прежнему характеризуется концентрацией ликвидности и ограниченной диверсификацией эмитентов, что сдерживает потенциал фондового рынка как эффективного институционального механизма развития корпоративного управления.

Помимо отмеченных проблем, важным аспектом развития корпоративного управления является процесс адаптации международных стандартов и международного опыта. В частности, проект обновлённого Кодекса корпоративного управления, разрабатываемый с участием международных экспертов, предусматривает расширение рекомендаций по роли наблюдательных советов, усилению полномочий наблюдательных советов, а также повышению качества раскрытия информации, что должно способствовать повышению доверия инвесторов и снижению информационной асимметрии в корпоративном секторе.

Следует также отметить влияние международного сотрудничества на развитие национального корпоративного управления. Партнёрство с международными финансовыми институтами и опыт внедрения стандартов МСФО способствуют повышению качества финансовой отчётности и укреплению процедур внутреннего и внешнего контроля. Эта тенденция положительно сказывается на процессах

трансформации государственного сектора экономики и создаёт предпосылки для дальнейшей приватизации и привлечения иностранных инвестиций.

Наряду с институциональными мерами, существенным фактором повышения эффективности корпоративного управления является активное стимулирование участия миноритарных акционеров. Их вовлечение способствует формированию более сбалансированной системы управления и снижает риски чрезмерного доминирования мажоритарных собственников. Увеличение доли публичных размещений акций расширяет возможности частных и институциональных инвесторов для участия в капитале компаний, повышает прозрачность корпоративной отчетности и стимулирует менеджмент к соблюдению высоких стандартов раскрытия информации.

Одновременно внедрение эффективных мер по защите прав миноритариев — включая возможность участия в ключевых решениях, доступ к полной информации о деятельности компании, а также механизмы обжалования решений мажоритарного акционера — позволяет снижать риск оппортунистического поведения крупных собственников. Это формирует доверие инвесторов, усиливает подотчётность органов управления и создаёт предпосылки для устойчивого развития корпоративного сектора, повышения инвестиционной привлекательности национальной экономики и дальнейшей интеграции компаний в международные финансовые рынки.

Заключение

Проведённое исследование позволило всесторонне оценить состояние системы корпоративного управления в Республике Узбекистан и выявить её ключевые институциональные и организационно-экономические особенности. Установлено, что корпоративный сектор страны формируется под влиянием масштабных структурных реформ, включающих трансформацию государственных предприятий в акционерные общества, расширение участия частного и иностранного капитала, а также постепенное развитие фондового рынка как института внешнего корпоративного контроля.

Анализ выявил системные ограничения национальной модели корпоративного управления, среди которых высокая концентрация государственной собственности, формальный характер независимости наблюдательных советов, недостаточный уровень прозрачности корпоративной отчетности и ограниченное участие миноритарных акционеров. Данные факторы сдерживают эффективность корпоративного управления, ослабляют рыночные механизмы контроля и негативно влияют на доверие инвесторов к корпоративному сектору.

Вместе с тем наблюдается положительная динамика фондового рынка: рост объёма торгов, увеличение числа сделок и постепенное расширение круга инвесторов свидетельствуют о формировании предпосылок для повышения роли рыночного контроля и укрепления институциональной базы корпоративного управления. Одновременно сохраняется концентрация ликвидности вокруг ограниченного числа крупных эмитентов, что ограничивает возможности полноценного функционирования механизма рыночного ценообразования.

На основе проведённого анализа предложены приоритетные направления совершенствования корпоративного управления в национальной практике. К ним относятся: укрепление роли наблюдательных советов в стратегическом управлении, повышение прозрачности и качества раскрытия информации, активизация участия миноритарных акционеров, а также развитие институциональной инфраструктуры

фондового рынка и внедрение мотивационных механизмов, ориентированных на долгосрочную эффективность компаний. Последовательная реализация указанных мер создаст условия для формирования сбалансированной и прозрачной системы управления, повышения доверия инвесторов, стимулирования устойчивого развития корпоративного сектора и дальнейшей интеграции национальных компаний в международные финансовые рынки.

1. Государственный комитет Республики Узбекистан по статистике, Количество акционерных обществ в Республике Узбекистан на 1 января 2025 года [Электронный ресурс]. URL: https://www.uzdaily.uz/ru/v-uzbekistane-zaregistrirovano-688-aktsionernykh-obshchestv/
2. Государственный комитет Республики Узбекистан по статистике, Национальный комитет Республики Узбекистан по статистике — официальный портал статистики [Электронный ресурс]. URL: https://stat.uz/ru/index.php/
3. Агентство по управлению государственными активами Республики Узбекистан, Список предприятий с долей государства (информация о корпоративных объектах) [Электронный ресурс]. URL: https://davaktiv.uz/en/corporate
4. Агентство по управлению государственными активами Республики Узбекистан, Основные корпоративные объекты с государственным участием (перечень и структура) [Электронный ресурс]. URL: https://davaktiv.uz/en/corporate2
5. Республиканская фондовая биржа «Тошкент», Информация о количестве компаний на бирже (официальный сайт биржи) [Электронный ресурс]. URL: https://uzse.uz/price_indices