

УДК: 336.76

<https://dx.doi.org/10.36522/2181-9637-2019-6-2>

ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИНИНГ РАҚОБАТБАРДОШЛИГИНИ ОШИРИШ ОМИЛЛАРИ: ЛИСТИНГ, БОЗОР КАПИТАЛЛАШУВИ ВА КОРПОРАТИВ БОШҚАРУВ

Ашуров Зуфар Абдуллоевич

директор ўринбосари, иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD)
Хусусийлаштириш, рақобат ва корпоратив бошқарувни
ривожлантириш муаммоларини тадқиқ этиш маркази

Аннотация. Мамлакат қимматли қоғозлар бозорининг рақобатбардошлигини ошириш масалалари миллий иқтисодиётнинг рақобатбардошлигини ошириш муаммосининг муҳим таркибий қисми бўлиб ҳисобланади. Қимматли қоғозлар бозорининг рақобатбардошлигини ошириш омилларини тадқиқ этиш миллий иқтисодиётда инвестицияларнинг янги манбаларини фаол излаш ва бу учун фонд бозори салоҳиятидан фойдаланиш муносабати билан долзарб бўлмоқда. Ишнинг мақсади бўлиб иқтисодиётнинг ҳозирги ривожланиши босқичида қимматли қоғозлар бозорининг рақобатбардошлигини оширишнинг назарий ва амалий жиҳатларини тадқиқ этиш ҳисобланади. Мазкур мақсадга эришиш Жаҳон банкининг жаҳон мамлакатларида листинг компаниялари сони, бозор капиталлашувининг ЯИМга нисбати борасидаги статистик маълумотларини таҳлил қилиш ҳамда уларни Ўзбекистондаги расмий маълумотлар билан таққослаш усули ёрдамида амалга оширилди. Тадқиқот натижасида листинг, бозор капиталлашуви ва корпоратив бошқарув қимматли қоғозлар бозорининг рақобатбардошлигини ошириш асосий омиллари сифатида олдинга сурилди. Листинг ва корпоратив бошқарув механизмлари миллий фонд бозори рақобатбардошлигини оширишга хизмат қилиши учун муаллиф томонидан зарурурий ҳуқуқий ва ташкилий чора-тадбирлар таклиф этилди.

Таянч тушунчалар: листинг, фонд биржаси, рақобатбардошлик, қимматли қоғозлар бозори, бозор капиталлашуви, корпоратив бошқарув.

ФАКТОРЫ ПОВЫШЕНИЯ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ: ЛИСТИНГ, РЫНОЧНАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Ашуров Зуфар Абдуллоевич

заместитель директора, доктор философии по экономическим наукам (PhD)
Центр исследований проблем приватизации,
развития конкуренции и корпоративного управления

Аннотация. Вопросы повышения конкурентоспособности отечественного рынка ценных бумаг являются важнейшими составляющими проблемы повышения конкурентоспособности национальной экономики. Исследование факторов повышения конкурентоспособности рынка ценных бумаг представляется актуальным в связи с активным поиском новых источников инвестирования национальной экономики и использованием для этого потенциала фондового рынка. Целью проведенной исследовательской работы является анализ теоретических и практических аспектов повышения конкурентоспособности рынка ценных бумаг на современном этапе развития экономики. Реализация цели была достигнута методом анализа статистических данных Всемирного банка в отношении количества листинговых компаний, соотношения рыночной капитализации к ВВП в странах мира и сравнения их с официальными данными в

Узбекистане. В результате исследования в качестве основных факторов повышения конкурентоспособности рынка ценных бумаг выдвинуты листинг, рыночная капитализация и корпоративное управление. Для того, чтобы механизмы листинга и корпоративного управления способствовали повышению конкурентоспособности национального фондового рынка, автором предложены необходимые правовые и организационные мероприятия.

Ключевые слова: листинг, фондовая биржа, конкурентоспособность, рынок ценных бумаг, рыночная капитализация, корпоративное управление.

FACTORS FOR ENHANCING THE COMPETITIVENESS OF SECURITIES MARKET: LISTING, MARKET CAPITALIZATION AND CORPORATE GOVERNANCE

Ashurov Zufar Abdulloevich

Deputy Director, PhD in Economic Sciences
Center for Research of Problems in Privatization,
Development of Competition and Corporate Governance

Abstract. *The issues of enhancing the competitiveness of domestic securities market are the most important components of the problem of enhancing the competitiveness of the national economy. The research of factors for enhancing the competitiveness of securities market is relevant in view of active searching for new sources of investing the national economy and using the stock market potential for this. The aim of the research is to investigate the theoretical and practical aspects of enhancing the competitiveness of securities market at the present stage of economic development. The aim was achieved by method of analysis of statistical data of the World Bank regarding the number of listed companies, the market capitalization to GDP ratio in the world countries, and by comparing them with official data in Uzbekistan. As a result of the research, listing, market capitalization and corporate governance were put forward as the main factors for enhancing the competitiveness of the securities market. In order for the listing and corporate governance mechanisms to enhance the competitiveness of the national stock market, the author proposes the necessary legal and organizational measures.*

Keywords: listing, stock exchange, competitiveness, securities market, market capitalization, corporate governance.

Введение

Известно, что многие зарубежные авторы и исследователи, в том числе M. Pagano [1], J. Coffee [2], S. Kennedy [3], E. Klein [4] и другие, изучавшие вопросы конкурентоспособности рынка ценных бумаг, выделяют листинг фондовой биржи как один из факторов (или критериев) конкурентоспособности рынка ценных бумаг. По их мнению, совершенный механизм листинга приводит к увеличению количества листинговых компаний, что является подтверждением повышения привлекательности и конкурентоспособности фондовой биржи.

В большинстве стран мира компании, проходя процедуру листинга, получают ряд неоспоримых преимуществ, как для акционеров, так и для самих себя. Основное преимущество заключается в улучшении имиджа

компании и повышении ликвидности ценных бумаг, а также в расширении круга акционеров, в том числе и за счет крупных институциональных инвесторов.

В первую очередь, включение ценной бумаги в листинг фондовой биржи позволяет эмитенту существенно расширить круг инвесторов. Как правило, банки, финансовые институты и сами брокеры крайне неохотно соглашаются заниматься подпиской на новые выпуски акций и иных ценных бумаг тех компаний, которые отвечают отказом на предложения о внесении таких бумаг в биржевой листинг.

Пройдя через процедуру биржевого листинга, эмитенту дается возможность показать инвестору, что его ценные бумаги являются ликвидными и надежными. Ведь процедуру листинга могут пройти только

наиболее финансово устойчивые предприятия. И тем самым инвестор будет знать, что, вкладывая свои накопления именно в ценные бумаги эмитента, прошедшего экспертизу, он может быть уверен в надежном инвестировании своих денежных средств.

Во-вторых, соблюдение эмитентом требований по раскрытию информации о ценных бумагах, включенных в листинг, значительно повышает надежность инвестиций для всех категорий инвесторов.

Инвестор, покупающий листинговые ценные бумаги, может быть уверен в том, что сможет регулярно иметь достоверную и своевременную информацию о компании-эмитенте, чьи ценные бумаги он хочет купить. Раскрытие информации эмитентом позволяет инвестору оценить перспективы экономического развития и качество ценных бумаг акционерного общества.

В-третьих, компаниям, состоящим в листинге, как правило, легче добиться доверия и расположения банков и других финансовых институтов в случаях возникновения у них потребности в займах и кредитах.

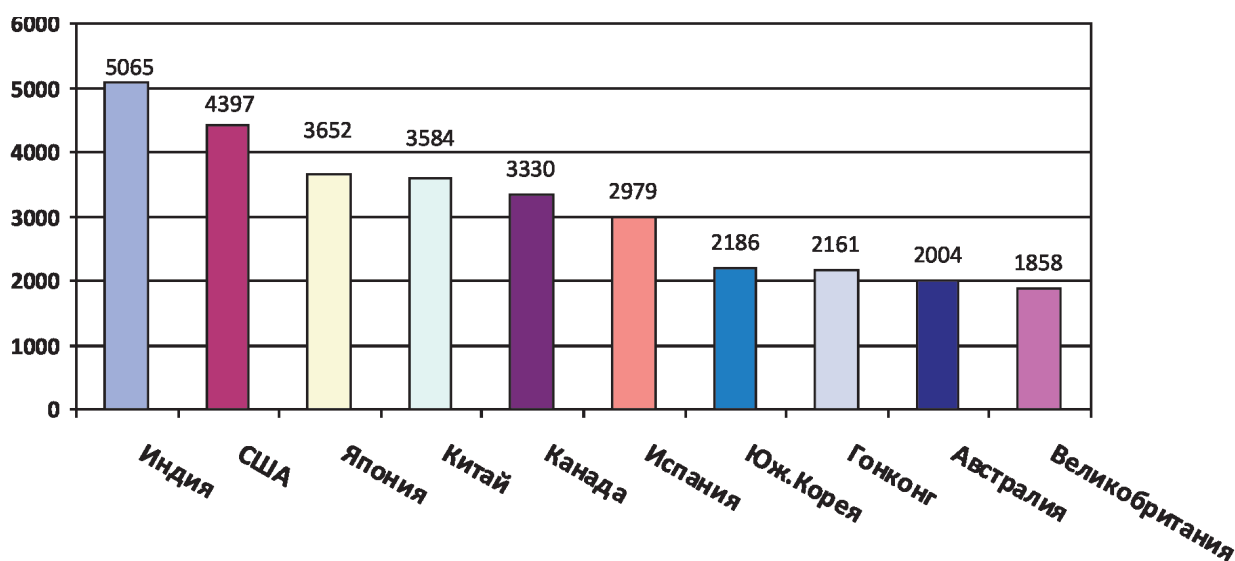
В-четвертых, процесс обращения ценных бумаг происходит под постоянным контролем биржи, что предохраняет заключаемые на ней сделки от мошенничества и злоупотреблений.

Еще одним преимуществом для предприятия, прошедшего в биржевой листинг, является то, что согласно правилам биржевой торговли, ценные бумаги листинговых предприятий подлежат обязательной котировке. Иными словами, происходит формирование рыночных механизмов ценообразования и определение справедливой цены акций.

И самое главное, предприятие, включенное в биржевой листинг, имеет потенциальную возможность интеграции в международный фондовый рынок, так как иностранный инвестор отдает предпочтение приобретению акций листинговых компаний, а зарубежные фондовые биржи в основном выставляют на продажу ценные бумаги только тех эмитентов, которые находятся в листинге национальных фондовых бирж [5].

Исходя из этого, есть основание полагать, что биржи, которые имеют большее количество листинговых компаний, являются наиболее конкурентоспособными. Для того чтобы представить, какие страны по всему миру имеют наибольшее количество (больше 1000) листинговых компаний, а значит, имеют конкурентоспособные рынки ценных бумаг, приведем следующую диаграмму (рис. 1).

Так, согласно данным диаграммы, за 2018



Примечание: составлено автором на основе статистических данных Всемирного банка за 2018 г. (<https://data.worldbank.org>).

Рис. 1. Количество листинговых компаний в странах мира

год во всем мире самое большое количество листинговых компаний имеет Индия. Это неудивительно, так как в Индии действуют две большие фондовые биржи: Национальная фондовая биржа Индии (NSE) и Бомбейская фондовая биржа (Bombay SE). США с ее основными фондовыми биржами, такими как Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE), NASDAQ, Американская фондовая биржа (AMEX) и др., по этому показателю занимает второе место. Япония с ее Токийской фондовой биржей (Токуо SE) занимает третье место по количеству листинговых компаний. Необходимо также отметить, что на фондовых биржах данных стран проходят процедуры листинга и продают свои ценные бумаги не только местные, но и зарубежные компании, что говорит о повышенной привлекательности данных бирж для зарубежных компаний.

Что касается фондового рынка Узбекистана, то как показывает анализ, только 132 АО из действующих 603 АО (за 2018 г.) включены в биржевой котировальный лист РФБ «Тошкент» (табл.). Начиная с 2010 года, в стране наблюдался рост количества листинговых АО, причем пик роста приходился на 2015 год, когда их было 261 ед. Пропорционально также росло и соотношение листинговых АО к общему количеству АО в стране. Так, к концу 2017 года общее количество листинговых АО составляло треть всего общего количества действующих АО в стране. Полагаем, что на рост количества листинговых АО в стране воздействовали в основном два фактора: рыночный и директивный.

Рыночный фактор мотивирует АО осуществить выпуск акций в целях привлечения дополнительного капитала и увеличения своей капитализации. Если АО желает привлечь капитал путем выпуска дополнительных акций и продажи их через фондовый рынок, то первым условием продажи акций через биржевые торги является то, что АО должно сначала пройти процедуру листинга, быть включенным в биржевой котировальный лист и потом реализовать инвесторам свои акции. Это объясняет рыночный фактор листинга.

Директивный фактор состоит в том, что вынуждает АО листинговать свои акции пу-

тем соблюдения требований обязательных нормативных документов. В 2008 году в целях дальнейшего развития рынка ценных бумаг и активизации проведения листинга Центром по координации и развитию рынка ценных бумаг было принято Положение о порядке обязательного листинга на фондовой бирже акционерных обществ, имеющих уставный капитал свыше 500 млн сумов, зарегистрированное Министерством юстиции 1 мая 2008 г. за № 1801 [6]. Согласно данному Положению, обязательному прохождению процедуры листинга на фондовой бирже подлежали АО, соответствующие следующим требованиям:

- уставный капитал АО свыше 500 млн сумов;
- имеющие 500 и более акционеров;
- имеющие показатели финансово-хозяйственной деятельности, отвечающие требованиям листинга.

Это означало, что АО, вне зависимости от того, продает оно свои акции или нет, в обязательном порядке должно было пройти процедуру листинга в соответствии с правилами биржевой торговли фондовой биржи. Можно сказать, что данный директивный метод значительно повлиял на рост количества листинговых компаний. Именно благодаря такому директивному методу Узбекистан по количеству листинговых компаний занимал одну из лидирующих позиций среди стран СНГ. Так, если к концу 2017 года в Узбекистане было 189 листинговых АО, то в России насчитывалось 230 листинговых АО, в Казахстане – 90, на Украине – 94. Однако при этом невозможно утверждать, что с ростом количества листинговых АО также повышается конкурентоспособность отечественного фондового рынка.

Такой директивный метод действовал до сентября 2018 года, когда Центром по координации и развитию рынка ценных бумаг было принято постановление о признании утратившим силу Положения о порядке обязательного листинга на фондовой бирже акционерных обществ, имеющих уставный капитал свыше 500 млн сумов [7]. Следовательно, те АО, которые в обязательном по-

Таблица

Показатели листинга акционерных обществ Узбекистана*

№	Показатели	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	Количество АО, еа.	2017	1925	1826	1619	1402	1309	1276	1232	1088	714	659	606	603
2	Совокупный установленный фонд АО, млрд сум.	2996,4	3255,8	4545,6	5805,1	6833,8	7577,1	9111,5	10249,4	12725,6	16472,8	30463,5	48631,73	59439,42
3	Количество листинговых АО на РФБ «Тош- кент», еа.	4	10	19	20	90	100	113	138	133	261	191	189	132
4	Соотношение листинговых АО к общему коли- честву АО, %	0,20	0,52	1,04	1,24	6,42	7,64	8,86	11,20	12,22	36,55	28,98	31,19	21,89
5	Рыночная капитализация листинговых АО, млрд сум.	184,6	287,4	688,9	577,9	4746,6	5282,8	5448,9	6364,2	7018,3	8436,3	7963,5	14794,8	21594,4
6	Соотноше- ние рыночной капитализации листинговых АО к ВВП, %	0,87	1,02	1,77	1,17	7,61	6,71	5,56	5,27	4,81	4,91	4,0	5,94	5,30

* Составлено автором на основе официальных данных Центрального депозитария ценных бумаг и РФБ «Тошкент» за 2006–2018 годы.

рядке включили свои ценные бумаги в биржевой котировальный лист, хотя не продавали их, добровольно стали проходить процедуру делистинга, т.е. исключаться из биржевого котировального листа, чтобы сократить свои «бесмысленные» расходы на оплату годового листингового взноса. В результате, из-за делистинга ценных бумаг 57 АО, к концу 2018 года количество листинговых АО на РФБ «Тошкент» сократилось со 189 до 132 единиц.

Конечно, количество листинговых АО на национальных фондовых биржах показывает насколько конкурентоспособен тот или иной рынок ценных бумаг, но не всегда. Поэтому в мире для оценки уровня конкурентоспособности рынка ценных бумаг используется еще один показатель, это – коэффициент капитализации фондового рынка к ВВП страны (англ. Market Capitalization to GDP ratio).

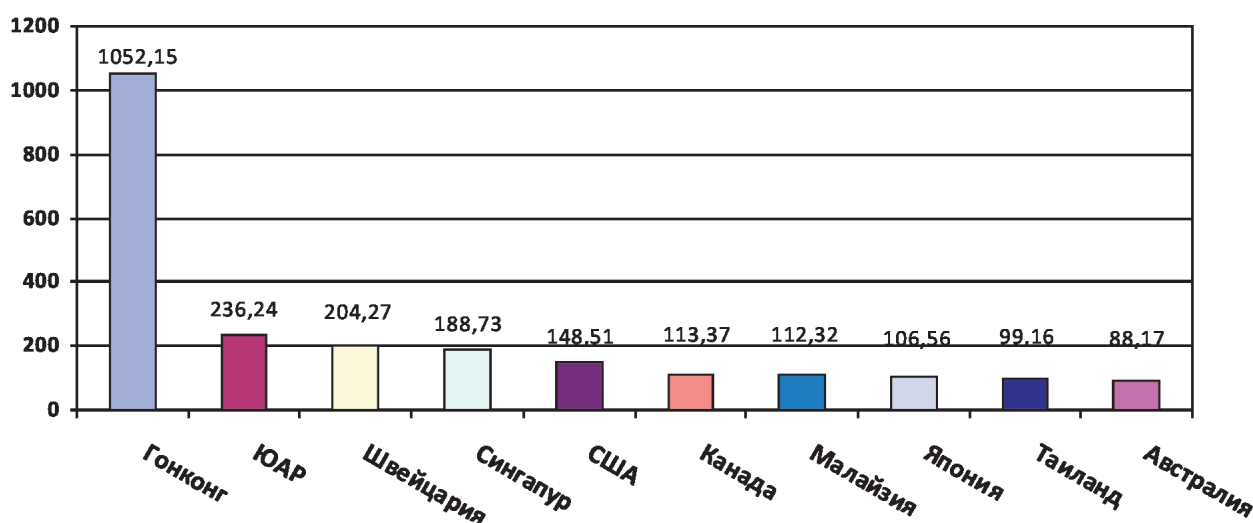
Коэффициент капитализации фондового рынка к ВВП является отношением, используемым для определения того, недооценен или переоценен общий рынок по сравнению с историческим средним показателем. Соотношение можно использовать для того, чтобы сосредоточиться на определенных рынках, таких как рынок США, или их можно применять на мировом рынке в зависимости от того, какие значения используются при расчете. Коэффициент капитализации

фондового рынка к ВВП рассчитывается как соотношение рыночной капитализации листинговых компаний к ВВП страны. Коэффициент капитализации фондового рынка к ВВП также известен как индикатор Баффета (англ. Buffett Indicator) [8].

Согласно статистическим данным Всемирного банка, средний показатель коэффициента капитализации фондового рынка к ВВП по всему миру за 2018 год составил 71,08%. Наибольшее значение было в Гонконге: 1052,1%, а самое низкое значение – в Алжире: 0,21%. [9]. Ниже приведена диаграмма топ-10 стран мира по показателю капитализации фондового рынка к ВВП (рис. 2).

Обычно зарубежные эксперты, основываясь на исторических оценках коэффициента капитализации фондового рынка к ВВП в США, разделяют рыночную оценку на пять зон. Так, если коэффициент капитализации фондового рынка к ВВП составляет [10]:

- до 50% – фондовый рынок значительно недооценен;
- от 50 до 75% – фондовый рынок умеренно недооценен;
- от 75 до 90% – фондовый рынок справедливо оценен (норма);
- от 90 до 115% – фондовый рынок умеренно переоценен;
- свыше 115% – фондовый рынок значительно переоценен.



Примечание: составлено автором на основе статистических данных Всемирного банка за 2018 г. (<https://data.worldbank.org>).

Рис. 2. Коэффициент капитализации фондового рынка к ВВП в странах мира

Однако в последние годы вопрос о том, какой процентный уровень является точным при показе недооценки или завышенной оценки, обсуждался очень горячо, учитывая, что этот показатель был высоким в течение длительного периода времени.

В Узбекистане статистика показателя коэффициента капитализации фондового рынка к ВВП не ведется, также как и в источниках литературы не приводится уровень соотношения рыночной капитализации листинговых АО к ВВП, за исключением одной статьи, опубликованной в зарубежном журнале, в которой, помимо анализа развития корпоративного управления, также приведены ключевые показатели развития фондового рынка Узбекистана, среди которых и коэффициент рыночной капитализации к ВВП за 2006–2014 гг. [11]. Даже в статистических данных Всемирного банка данный показатель по Узбекистану не приводится, видимо, из-за недостаточной прозрачности отечественного фондового рынка. Поэтому для оценки коэффициента капитализации фондового рынка к ВВП автор опирался на собственные расчеты.

По сути, капитализация фондового рынка есть показатель размера фондового рынка страны, а применяя коэффициент капитализации фондового рынка к ВВП, можно оценить размер фондового рынка по отношению к размеру экономики. В Узбекистане, по итогам 2018 года, соотношение рыночной капитализации листинговых АО к ВВП страны составил 5,30% (табл.). По меркам зарубежных экспертов можно сделать вывод, что с таким показателем фондовый рынок Узбекистана значительно недооценен. Это дает нам возможность также сделать вывод о том, что уровень конкурентоспособности отечественного фондового рынка ничтожно мал. Обнадешивает то, что данный показатель значительно выше по сравнению с 2006 годом, когда соотношение рыночной капитализации к ВВП было близким к нулю.

Для сравнения: аналогичные показатели в странах СНГ, в частности, коэффициент капитализации фондового рынка к ВВП за 2018 год в России – 34,76%, Казахстане – 21,7%, Украине – 3,34%.

Фондовый рынок также является одним из главных механизмов контроля над эффективностью функционирования корпоративных отношений в акционерных обществах. Вторичный фондовый рынок в развитых и развивающихся странах играет неодинаковую роль в оценке функционирования системы корпоративного управления. В настоящее время, как показывает опыт развитых стран в условиях экономической интеграции и глобализации, есть достаточное основание утверждать, что корпоративное управление и фондовый рынок тесно связаны и оказывают взаимное влияние.

Современная практика корпоративного управления связана с определенной бизнес-структурой – корпорацией. Публичные компании реализуют принципы корпоративного управления. Рынки капитала (национальные и международные) требуют хороших компаний и высокого уровня раскрытия информации и прозрачности. Правила листинга фондовых бирж устанавливают нормы и механизмы корпоративного управления [12]. С этой точки зрения, листинг фондовой биржи должен быть увязан с корпоративным управлением, так как рынок ценных бумаг, по сути, играет дисциплинарную роль в системе корпоративного управления.

В Узбекистане для обеспечения эффективности системы корпоративного управления в акционерных обществах 31 декабря 2015 года Комиссией по повышению эффективности деятельности акционерных обществ и совершенствованию системы корпоративного управления принят Кодекс корпоративного управления. Однако пока данный Кодекс слабо увязывает корпоративные отношения с отечественным фондовым рынком. Формально, согласно Кодексу, публикация акционерными обществами информации о принятии обязательства следовать рекомендациям Кодекса и его соблюдении осуществляется и на сайте фондовой биржи, на практике для фондовой биржи это обстоятельство не имеет никакого значения, так как нет взаимосвязки между рекомендациями Кодекса и требованиями биржи. Очевидно, пришла пора создать такой механизм, кото-

рый обеспечил бы соблюдение акционерными обществами принципов и рекомендаций корпоративного управления. Целесообразно обеспечить взаимосвязь корпоративного управления и отечественного фондового рынка через механизм листинга на фондовой бирже [13].

Такое мнение основано на международном опыте и на том, что в зарубежной практике корпоративного управления Кодексы корпоративного управления являются основным документом, после принятия которого компании могут быть включены в котировальный лист фондовой биржи.

В частности, в зарубежных странах Кодексы корпоративного управления являются частью общего пакета обязательных условий, которые компаниям необходимо соблюсти для того, чтобы их ценные бумаги прошли листинг на фондовой бирже. При этом суть требований к эмитенту ценных бумаг заключается не в обязательном соблюдении кодекса под угрозой исключения из биржевого котировального листа, а в обязанности публично извещать о причинах несоблюдения правил, рекомендуемых кодексом.

По этому поводу можно привести много примеров. Например, компании, чьи акции прошли листинг на Лондонской фондовой бирже, обязаны следовать Обобщенному кодексу корпоративного управления (Combined Code of Corporate Governance), который является частью правил процедуры листинга Лондонской фондовой биржи, либо объяснить, как они добились высокого качества корпоративного управления другими средствами.

Компании, чьи акции прошли процедуру листинга на Фондовой бирже Торонто, не обязаны следовать Кодексу корпоративного управления (Corporate Governance Codes and Principles), однако должны указывать, следуют ли они рекомендациям этого документа, и объяснить причины отклонений от рекомендуемых стандартов деятельности. Такое требование существенно усиливает степень обязательности рекомендаций кодекса. В соответствии с Кодексом корпоративного управления Мексики (Codigo de

Mejores Practicas Corporativas) соблюдение требований указанного кодекса является добровольным, однако публичные компании должны представлять бирже отчет о степени следования принципам кодекса. В случае несоблюдения кодекса они должны указать альтернативный механизм, применяемый в своей практике [14].

На сегодняшний день практически все российские фондовые биржи включили в свои правила листинга нормы о соблюдении эмитентом требований к корпоративному управлению либо Российского Кодекса корпоративного управления. Так, данное положение нашло отражение в Правилах листинга (2015 г.), допуска к размещению и обращению ценных бумаг в закрытом акционерном обществе «Фондовая биржа ММВБ», Правилах допуска к обращению ценных бумаг некоммерческого партнерства «Фондовая биржа РТС», Правилах листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг и иных финансовых инструментов на Московской фондовой бирже, Правилах допуска к обращению и исключения из обращения ценных бумаг и финансовых инструментов некоммерческого партнерства «Фондовая биржа «Санкт-Петербург», Правилах допуска к обращению и исключения из обращения ценных бумаг на Санкт-Петербургской валютной бирже.

Еще один пример из практики Казахстана. Согласно «Листинговым правилам» АО «Казахская фондовая биржа» (2009 г.), для приема биржей к рассмотрению заявления о включении ценных бумаг в официальный котировальный список эмитент должен предоставить копию кодекса корпоративного управления, утвержденного общим собранием акционеров этого эмитента, и годовой отчет листинговой компании, подлежащий раскрытию фондовой бирже, который должен содержать информацию о соблюдении листинговой компанией положений кодекса корпоративного управления.

В этой связи считаем, что и в нашей стране рекомендации Кодекса корпоративного управления должны быть обязательными для эмитентов, намеренных включить свои цен-

ные бумаги в котировальный лист РФБ «Тошкент». Тем самым листинг отечественной фондовой биржи должен стать инструментом поддержания эффективного корпоративного управления и, следовательно, играть важную роль в продвижении стандартов корпоративного управления.

По нашему мнению, для того чтобы механизмы листинга и корпоративного управления способствовали повышению конкурентоспособности фондового рынка, необходимо реализовать следующие правовые и организационные мероприятия.

Во-первых, для разграничения акционерных обществ на те, акции которых продаются и не продаются, целесообразно в законодательство Узбекистана внести такое понятие, как «публичное акционерное общество». К сожалению, в отличие от законодательств западных стран и государств СНГ, понятие «публичное акционерное общество» в законодательстве Узбекистана не закреплено. А это считается важным при определении того, акции каких акционерных обществ котируются и не котируются. Поэтому требуется, в первую очередь, путем внесения изменений и дополнений в Закон Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров», то есть на законодательном уровне, определить и закрепить понятие «публичное акционерное общество», установив основные особенности таких акционерных обществ. Исходя из зарубежного опыта, к основным особенностям публичных акционерных обществ можно отнести наличие у АО неограниченного числа акционеров, свободное обращение акций на рынке, отсутствие обязательства внесения в уставный капитал АО денежных средств при его государственной регистрации.

Во-вторых, необходимо включить в процедуру осуществления допуска ценных бумаг на биржевой листинг оценку системы корпоративного управления акционерного общества путем внесения соответствующих изменений и дополнений в Закон Республики Узбекистан «О биржах и биржевой деятельности». Согласно ст. 15 данного закона, осуществление допуска ценных бумаг на биржевой листинг

включает в себя такие процедуры, как: рассмотрение заявления эмитента ценных бумаг о включении его ценных бумаг в биржевой котировальный лист; оценка финансового состояния эмитента ценных бумаг; оценка ликвидности ценных бумаг; включение ценных бумаг в биржевой котировальный лист и его доведение до членов биржи. Включение в данный перечень процедуры оценки системы корпоративного управления эмитента будет способствовать созданию механизма реального взаимодействия фондового рынка и корпоративного управления.

В-третьих, следует внести соответствующие изменения и дополнения в правила листинга РФБ «Тошкент». В частности, в Положение о котировальном листе РФБ «Тошкент» предлагается в перечень требований, предъявляемых к эмитентам для включения их ценных бумаг в категории А, В, С (или хотя бы А) биржевого котировального листа, внести требование о принятии эмитентом обязательства следовать рекомендациям Кодекса корпоративного управления. Поскольку РФБ «Тошкент» не имеет собственного разработанного кодекса корпоративного управления для включения в требования листинга, как это принято на зарубежных фондовых рынках, целесообразно, чтобы листинговые компании соблюдали именно требования Кодекса корпоративного управления, утвержденного Правительственной Комиссией. Таким образом, будет создан такой порядок, при котором соблюдение рекомендаций национального Кодекса корпоративного управления станет обязательным требованием для включения ценных бумаг акционерных обществ в биржевой котировальный лист фондовой биржи.

И, наконец, в перспективе РФБ «Тошкент» целесообразно разработать и утвердить собственный Кодекс корпоративного управления для листинговых компаний, положения и рекомендательные нормы которого, с одной стороны, дополняли бы, а с другой стороны, не противоречили бы национальному Кодексу корпоративного управления.

В заключение хотелось бы отметить, что

Кодекс корпоративного управления содержит рекомендации по ключевым направлениям для эффективной организации работы органов управления акционерных обществ. Однако в нем не описаны механизмы и процедуры практической реализации его рекомендаций, из-за чего на практике акционерные общества, в большинстве случаев, могут столкнуться с трудностями относительно правильного применения тех или иных положений кодекса. В этой связи, в рамках научного исследования, разработаны соответствующие Методические рекомендации по соблюдению некоторых положений Кодекса

корпоративного управления [15]. Акционерные общества могут использовать данные методические рекомендации в качестве практического пособия для качественного и эффективного соблюдения положений Кодекса корпоративного управления.

Настоящая статья подготовлена в рамках научного исследования по прикладному проекту «Повышение конкурентоспособности рынков ценных бумаг и недвижимости на современном этапе развития экономики Узбекистана», финансируемого за счет гранта Государственных научно-технических программ на 2018–2020 годы.

Источники и литература

1. Pagano M., Randl O., Roell A., Zechner J. What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions // *European Economic Review*. – 2001. – № 45.
2. Coffee J.C.Jr., Berle A.A. Competition among securities market: a path-dependent perspective // *Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies Working Paper* – March 2002. – № 192.
3. Kennedy S. Canada's Capital Markets: How Do They Measure Up? // *Bank of Canada Review*. – 2004.
4. Klein E. *Stock Exchanges. IPO's and Mutual Funds*. – New York: Nova Publishers, 2005. – 185 p.
5. Турсунов Г. Преимущества листинга ценных бумаг для эмитента и инвестора / *Менинг мулким – Частная собственность*. – Ташкент, 2014. – 4 апреля.
6. Постановление Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг №2008-06 и Государственного комитета Республики Узбекистан по управлению государственным имуществом №01/ЦККФРЦБ-18/02 от 2 апреля 2008 года «Об утверждении Положения о порядке обязательного листинга на фондовой бирже акционерных обществ, имеющих уставный капитал свыше 500 млн. сумов» (рег. Министерства юстиции №1801 от 01.05.2008 г.). / Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан (режим доступа: <http://www.lex.uz>).
7. Постановление Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг №2018-7 и Государственного комитета Республики Узбекистан по содействию приватизированным предприятиям и развитию конкуренции №02/28-10/32 от 7 августа 2008 г. «О признании утратившим силу Постановления «Об утверждении Положения о порядке обязательного листинга на фондовой бирже акционерных обществ, имеющих уставный капитал свыше 500 млн. сумов», а также изменений к нему» (рег. Министерства юстиции №1801-3 от 06.09.2008 г.). / Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан (режим доступа: <http://www.lex.uz>).
8. Investopedia. (режим доступа: <https://www.investopedia.com>, дата обращения: 27.08.2019 г.).
9. The World Bank, TheGlobalEconomy.com. (режим доступа: www.theglobaleconomy.com, дата обращения: 27.08.2019 г.).
10. Buffet Indicator: Where Are We with Market Valuations? (режим доступа: <https://www.gurufocus.com/stock-market-valuations.php>, дата обращения: 29.08.2019 г.).

11. Ashurov Z. Development of Corporate Governance in Transition Country: Evidence from Uzbekistan // Journal of Life Economics (JLECON). – Istanbul, Turkey, 2015. – Vol.2, Issue 4. – pp. 17-28. (режим доступа: <https://doi.org/10.15637/jlecon.96>).
12. Deloitte & Touche. Corporate Governance in Macedonia: A census of all joint-stock companies in Macedonia. – Skopje, Macedonia. – May 2004. – 51 p.
13. Бутиков И.Л., Ашуров З.А. Листинг фондовой биржи как механизм поддержания эффективного корпоративного управления / Биржа. – Ташкент, 2018. – 7 апреля. – №39 (2362). – С. 6.
14. Макарова О.А. Корпоративное право. Учебник. – М.: Волтерс Клувер, 2005. – 432 с.
15. Официальный веб-сайт Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан (режим доступа: <http://davaktiv.uz/ru/deyatelnost/direction/corporativ/kodeks-korporativnogo-upravleniya>).

Рецензент:

Бегматова Д., доктор философии по экономическим наукам (PhD),
проректор Ташкентского экономического государственного университета.