



## ORGANIZATIONAL ASPECTS OF CREATING CONDITIONS FOR ATTRACTING INVESTMENTS IN ENTERPRISES WITH STATE PARTICIPATION

**Bo'tabayev Mehriddin Shaxobidinovich**

Senior Researcher at the Research Center of the State Assets Agency

RUz, PhD, e-mail: mehr65@mail.ru,

tel: +998901863946

<https://doi.org/10.5281/zenodo.14535991>

### ARTICLE INFO

Received: 14<sup>th</sup> December 2024

Accepted: 19<sup>th</sup> December 2024

Online: 20<sup>th</sup> December 2024

### KEYWORDS

*Enterprises with state participation, investments at the expense of budgetary funds, shares, promissory notes, dividend policy, market maker.*

### ABSTRACT

*The implementation of the Strategy of Management and reform of enterprises with state participation requires improvement of the organizational conditions of their emission activities. It seems advisable to create mechanisms for direct investment of the most promising joint-stock companies at the expense of budgetary funds or promissory notes of authorized state bodies. It is necessary to introduce the practice of preparing a business plan for enterprises based on a multi-scenario approach, improving their dividend policy, as well as improving the legal conditions for the activities of market makers in the securities market.*

## ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ АСПЕКТЫ СОЗДАНИЯ УСЛОВИЙ ДЛЯ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ В ПРЕДПРИЯТИЯ С ГОСУДАРСТВЕННЫМ УЧАСТИЕМ

**Бутабаев Мехриддин Шахобидинович**

Ведущий научный сотрудник Центра исследований Агентства госактивов РУз, к.ф.-м.н.,

e-mail: mehr65@mail.ru, тел: +998901863946

<https://doi.org/10.5281/zenodo.14535991>

### ARTICLE INFO

Received: 14<sup>th</sup> December 2024

Accepted: 19<sup>th</sup> December 2024

Online: 20<sup>th</sup> December 2024

### KEYWORDS

*Предприятия с государственным участием, инвестиции за счет бюджетных средств, акции, векселя, дивидендная политика, маркет-мейкер.*

### ABSTRACT

*Реализация Стратегии управления и реформирования предприятий с государственным участием требует совершенствования организационных условий их эмиссионной деятельности. Представляется целесообразным создать механизмы прямого инвестирования наиболее перспективных акционерных обществ за счет бюджетных средств или векселей уполномоченных государственных органов. Необходимо внедрить практику подготовки бизнес-плана предприятий на основе много сценарного подхода, совершенствование их дивидендной политики, а также улучшить правовые условия деятельности маркет-мейкеров на рынке ценных бумаг.*

## 1. Введение



Акционерные общества являются локомотивами национальных экономик, так как, инновационные прорывы происходят в технологической среде крупных корпораций. Субъекты малого предпринимательства в сфере производства высокотехнологической продукции и услуг имеют шанс на процветание если они кооперируют свою деятельность с крупными товаропроизводителями. В действительности Республики Узбекистан мы можем видеть, что совокупный уставный капитал всех акционерных обществ республики на состоит на 84,7% из уставного капитала предприятий с государственным участием [1]. Поэтому, имеет огромное значение финансово-инвестиционная поддержка предприятий с государственным участием, чтобы они смогли инновационно обновиться в соответствии с современными рыночными вызовами, обеспечили себе конкурентные преимущества и прочные позиции на своем сегменте рынка, что обеспечило бы стабильно хорошие показатели финансово-хозяйственной деятельности, высокие доходы инвесторам, а также налоговых и неналоговых поступлений в государственный бюджет.

В настоящее время идет реализация Стратегии управления и реформирования предприятий с государственным участием на 2021-2025 годы (далее – Стратегия) [2], в соответствии с которой было определено массовое публичное первичное и вторичное предложение акций не менее 20 предприятий с государственным участием. При этом, к 2025 году государственные унитарные предприятия должны изменить свою организационно-юридическую форму на акционерное общество или общество с ограниченной ответственностью. В дальнейшем, в целях сокращения государственного участия в отраслях, были утверждены Перечень пакетов акций (долей) 1 001 предприятия, реализуемых целиком посредством публичных торгов и Перечень 40 предприятий, пакеты акций которых реализуются посредством публичных торгов в порядке проведения народного IPO [3].

К сожалению, темпы роста капитализации предприятий с государственным участием являются не высокими, так как успех реализации их акций не подкреплён механизмами прямого бюджетного инвестирования, совершенствованием системы планирования и дивидендной политики на местах, а также наличием сильных маркет-мейкеров на рынке ценных бумаг.

## **2. Основные проблемы привлечения инвестиций в предприятия с государственным участием за счет выпуска ценных бумаг**

Предприятия с организационно-правовой формой как акционерное общество сталкивается с рядом неудобств в процессе выпуска и размещения своих ценных бумаг. Процесс принятия решения о выпуске ценных бумаг строго регламентируется законодательством, с момента возникновения проекта о выпуске ценных бумаг до момента фактического выпуска и выставления на торги может потребоваться 2-3 месяца, все это сопровождается трудоемкими процедурами по раскрытию информации, деятельность акционерного общества поднадзорна специальному уполномоченному государственному органу по регулированию рынка ценных бумаг. В противовес всему этому единственным преимуществом акционерной формы организации является возможность привлекать неограниченные средства и неограниченное число инвесторов через размещение акций. Если бы все неудобства акционерной формы



собственности компенсировались бы быстрой реализацией акцией, то о проблеме привлечения инвестиций в предприятия с государственным участием за счет выпуска ценных бумаг можно было бы не говорить. К сожалению, акции акционерных обществ Узбекистана не пользуются спросом, о чем свидетельствует относительно низкая интенсивность торгов на рынке ценных бумаг. Так, в 2023 г. оборот биржевого рынка ценных бумаг Узбекистана достиг 2,7 трлн сум, что менее одного процента от объема ВВП страны [4]. Поэтому, основным источником привлечения финансовых средств в узбекские акционерные предприятия остается банковское кредитование. В мировой практике широко развито привлечение финансовых средств не только за счет кредита, но и за счет ценных бумаг, что мы видим на примере таких стран как США, Западной Европы, Японии, Южной Кореи и др.

Проблема привлечения инвестиций через акции состоит в том, что предприятия с государственным участием не могут это сделать свободно, так как, это затрагивает вопрос, связанный с сохранением государственной доли в уставном фонде. Источником покрытия выкупа государственной доли в объявленных акциях могут быть только бюджетные средства. Однако в республике нет устоявшейся практики оплаты дополнительных акций за счет бюджетных средств. Поэтому, акционерные общества с государственной долей в уставном фонде не спешат поднимать вопрос об увеличении уставного фонда посредством размещения новых акций.

По-видимому, для решения данной проблемы, необходимо разработать механизм сохранения государственной доли, при котором акционерные общества с государственной долей могли бы осуществлять дополнительные эмиссии без оглядки на этот вопрос. Соответствующий акт законодательства должен предусматривать заблаговременное планирование выделения бюджетных средств для выкупа государственной доли в дополнительно выпускаемых акциях с тем, чтобы в будущем заложить в расходную часть государственного бюджета соответствующую расходную статью.

Кроме того, можно предпринять действия следующего характера. Для оплаты стоимости пакета объявленных акций, предназначенных для выкупа государством не обязательно задействовать собственно бюджетные финансовые средства. Векселя, выдаваемые уполномоченным органом по управлению государственными активами, могут быть использованы для приобретения новых акций государственной доли. При этом, надо установить следующие требования к вексельному обращению в области приобретения инвестиционных активов для государства:

- векселя выдаются согласно обращению наблюдательного совета акционерного общества с государственным участием, обосновывающего поддержку выкупа государством объявленных акций;

- векселя должны выдаваться только для выкупа объявленных акций, выпущенных под реализацию высокодоходного и быстро окупаемого инвестиционного проекта, имеющий достаточный потенциал роста налоговых поступлений в ближайшей перспективе;



- обеспечением обязательств уполномоченного органа по управлению государственными активами по векселю являются средства внебюджетного фонда, образованного при уполномоченном органе в инвестиционных целях;

- эмитент, получивший векселя в качестве уплаты за объявленные акции, должен иметь свободу распоряжения при оплате товаров и услуг, необходимых для реализации инвестиционного проекта под контролем и ответственность наблюдательного совета;

- векселя без ограничений должны приниматься государственной налоговой службой в счет уплаты государственных налогов от любого налогоплательщика.

Кроме того, представляется целесообразным осуществление следующих мероприятий дополнительного характера, которые могут иметь косвенное, но ощутимое влияние на возможность привлечения финансовых ресурсов для развития предприятий с государственным участием за счет выпуска акций.

### **3. Дополнительные меры на создание условий для привлечения финансовых ресурсов для развития предприятий с государственным участием за счет выпуска акций**

Успешность привлечения финансовых ресурсов для развития предприятий с государственным участием за счет нового выпуска объявленных акций сильно зависит от ожидаемой их доходности в будущем. Учитывая тот факт, что на середину 2023 года существует практика выплаты процентов по банковским депозитам физических лиц в диапазоне 19-24% годовых, обыкновенные акции акционерных обществ должны обещать годовые дивиденды на уровне не менее чем 24%. Для этого должна обеспечиваться соответствующая рентабельность, которая в свою очередь зависит от соотношения доходов и расходов компаний или эффективности задействования активов для получения выручки от продаж.

Объемы годовой выручки и совокупных активов предприятий с государственным участием составило по отношению к ВВП страны 32% и 120% соответственно, отношение которых дает по смыслу среднее значение коэффициента оборачиваемости активов - 0,25. На основе данного показателя можно построить методологию планирования и оценки стратегического развития предприятия. Для этого можно взять данное значение в качестве нормативного для установления нижнего предела для целевых показателей, которые должны будут запланированы и достигнуты в будущем. То есть, для предприятий у которых коэффициент оборачиваемости активов (КОА) меньше, чем значение среднего коэффициента оборачиваемости активов (СКОА) должна ставиться задача – программа минимум достижения данного средне портфельного показателя (в настоящее время – 0,25). Ожидается, что если в какой-то период предприятия с начальными показателями

$$КОА < СКОА$$

добьются повышения итогового показателя КОА в конце периода на уровне

$$КОА \geq СКОА,$$

то по итогам данного периода повысится само значение СКОА, что повышает нормативное требование для будущего периода (например, повышение СКОА до 0,26). При этом:



- повышение КОА может свидетельствовать о повышении уровня корпоративного управления и менеджмента АО, что может учитываться в расчете КРІ корпоративного менеджмента, членов органов корпоративного управления АО и при оценке эффективности деятельности представителей Агентства в акционерных предприятиях с государственным участием;

- повышение СКОА может свидетельствовать о повышении уровня управления государственными активами, что может учитываться в расчете КРІ сотрудников соответствующих подразделений Агентства;

- учет СКОА дает ясные ориентиры для стратегического бизнес-планирования акционерного предприятия.

Разумеется, нормативность значения СКОА имеет ориентировочный характер. При определении нормы достижения КОА для конкретного АО могут учитываться отраслевые особенности хозяйственной деятельности предприятий, но при строгой обоснованности поправок к нормативным значениям.

Достаточная ликвидность акций на рынке возникает, когда акция торгуется на свободном рынке достаточно часто и в объемах, необходимого для возникновения динамически равновесной текущей цены (курсовой стоимости). Действия массового портфельного инвестора непредсказуемы и нестабильны, чтобы обеспечивать устойчивую ликвидность конкретной ценной бумаги. Такое воздействие на рынок могут оказать только маркет-мейкеры. К сожалению, нормативно-правовая база республики не дает ясного представления кто такой маркет-мейкер и чем он занимается. Например, в соответствии с «Положением о порядке осуществления инвестиционными посредниками услуг официального дилера эмитентов (маркет-мейкера)» [5]<sup>1</sup>:

- маркет-мейкер — инвестиционный посредник, принявший на себя обязательство по заключению биржевых сделок для поддержания уровня цен, спроса и предложения на ценные бумаги;

- договор об осуществлении услуг маркет-мейкера — письменное соглашение между организатором торгов и инвестиционным посредником, предусматривающее права и обязательства инвестиционного посредника и организатора торгов, иные существенные условия осуществления услуг маркет-мейкера;

- Необходимым условием для внесения инвестиционного посредника в Список, является наличие: лицензии, предоставляющей право осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционного посредника; собственного капитала в размере, не менее установленного организатором торгов; соглашения с эмитентом ценных бумаг (в случае оказания услуг официального дилера эмитента).

В связи с этим возникают вопросы:

- разве маркет-мейкер посредник? А не инвестор?
- что за обязательство по заключению сделок?

---

<sup>1</sup> Положение о порядке осуществления инвестиционными посредниками услуг официального дилера эмитентов (маркет-мейкера). Зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 26 мая 2007 г. Регистрационный № 1682



- разве маркет-мейкер оказывает кому-то услуги, зачем нужен договор?
- в чем содержание услуг маркет-мейкера?
- зачем маркет-мейкеру лицензия, предоставляющей право осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционного посредника? Может лицензирование будет осуществляться по другим основаниям?
- зачем устанавливать требования к размеру собственного капитала маркет-мейкера?
- зачем нужно соглашение с эмитентом ценных бумаг?

Поэтому, предлагается:

- переработать содержание и принять в новой редакции Положение о маркет-мейкере на рынке ценных бумаг;
- освободить маркет-мейкеров от уплаты налога на прибыль (доход) минимум на пять лет.

#### **4. Предложения по созданию условий для привлечения инвестиций в предприятия с государственным участием**

1. Необходимо принять нормативный акт позволяющий выделять бюджетные средства на покупку акций дополнительных эмиссий предприятий для сохранения размера государственной доли в предприятиях.

2. Необходимо внедрить механизм оплаты стоимости пакета объявленных акций, предназначенных для выкупа государством за счет векселей, выдаваемых уполномоченным органом по управлению государственными активами, предусматривающий:

- выдачу векселей согласно обращению и под ответственность наблюдательного совета акционерного общества с государственным участием, обосновывающего поддержку выкупа государством объявленных акций;

- выдачу векселей только для выкупа объявленных акций, выпущенных под реализацию высокодоходного и быстро окупаемого инвестиционного проекта, имеющий достаточный потенциал роста налоговых поступлений в ближайшей перспективе;

- обеспечение обязательств по векселю уполномоченного органа по управлению государственными активами за счет средств его внебюджетного фонда;

- свободу распоряжения эмитентом векселя при оплате товаров и услуг, необходимых для реализации инвестиционного проекта;

- принятие векселей без ограничений в счет уплаты государственных налогов от любого налогоплательщика.

3. Внедрить в деятельность АО метод планирования и оценки стратегического развития предприятия, на основе среднего значения коэффициента оборачиваемости активов (КОА). При определении нормы достижения КОА для конкретного АО могут учитываться отраслевые особенности хозяйственной деятельности предприятий, но при строгой обоснованности поправок к нормативным значениям.

4. Процесс проектирования и реализации бизнес-плана должен быть усовершенствован установкой практики подготовки минимум двух альтернативных бизнес-планов.



5. Необходимо разработать и принять в АО примерный проект дивидендной политики предприятий с государственным участием.

6. Предлагается переработать содержание и принять в новой редакции «Положение о порядке осуществления инвестиционными посредниками услуг официального дилера эмитентов (маркет-мейкера)», а также освободить маркет-мейкеров от уплаты налога на прибыль (доход) минимум на пять лет.

## References:

1. <https://uzcsd.uz>.
2. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан «Об утверждении Стратегии управления и реформирования предприятий с государственным участием на 2021-2025 годы» от 29 марта 2021 года №166.
3. Постановление Президента Республики Узбекистан «О дополнительных мерах по сокращению государственного участия в экономике» №ПП-102 от 24.03.2023 г.
4. [www.uzse.uz](http://www.uzse.uz).
5. Положение о порядке осуществления инвестиционными посредниками услуг официального дилера эмитентов (маркет-мейкера). Зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 26 мая 2007 г. Регистрационный № 1682.