

**PhD Акрамжон Каримов, Азамат Копжурсинов, Салохиддин Қосимов**  
*Ташкентский государственный экономический университет*

## **СТРАТЕГИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В СИСТЕМЕ КОРПОРАТИВНОЙ СТРАТЕГИИ ПРЕДПРИЯТИЯ**

**Аннотация:** В статье раскрыты особенности Стратегия предприятия на рынке ценных бумаг, которая является ведущим ключевым направлением ее развития. Эффективное управление ценными бумагами является неотъемлемой частью общей корпоративной стратегии предприятия. Эта аннотация освещает стратегическое использование рынка ценных бумаг предприятиями для достижения своих долгосрочных целей. Важность согласования стратегии рынка ценных бумаг с общими целями предприятия и демонстрирует, как стратегическое управление ценными бумагами может способствовать росту, прибыльности и устойчивости предприятия.

**Ключевые слова:** Корпорация, ценные бумаги, акции, облигации, фондовая биржа, рыночная капитализация, обыкновенная акция, Волатильность, Листинг, free-float, IPO, SPO.

## **STRATEGY OF THE ENTERPRISE IN THE SECURITIES MARKET IN THE SYSTEM OF THE CORPORATE STRATEGY OF THE ENTERPRISE**

**Abstract.** The article reveals the features of the enterprise strategy in the securities market, which is the leading key direction of its development. Effective securities management is an integral part of an enterprise's overall corporate strategy. This abstract highlights the strategic use of the securities market by businesses to achieve their long-term goals. The importance of aligning securities market strategy with overall enterprise goals demonstrates how strategic securities management can contribute to the growth, profitability and sustainability of an enterprise.

**Key words:** Corporation, securities, shares, bonds, stock exchange, market capitalization, common stock, Volatility, Listing, free-float, IPO, SPO.

## **Введение**

Современное толкование стратегии подразумевает искусство планирования руководства, основанного на правильных и далеко идущих прогнозах. Если говорить о стратегии акционерного общества, то одним из широко цитируемых определений является следующее: стратегия есть определение основных долгосрочных целей и задач организации, принятие курса действий и размещение ресурсов, необходимых для выполнения этих целей. Конечная общая цель любой коммерческой организации, в том числе и корпорации – достижение максимально высоких финансовых результатов.

В стратегическом аспекте ответ на этот вопрос будет несколько иным: целью деятельности корпорации является рост ее стоимости, который измеряется через величину ее рыночной капитализации. Рыночная капитализация измеряется совокупной рыночной стоимостью акций, выпускаемых корпорацией[1]. Поэтому для определения рыночной капитализации необходимо, чтобы акции корпорации обращались на фондовом рынке.

## **Методология исследования**

В качестве метода исследования был использован логико-структурный анализ теоретических и эмпирических данных, представленных в открытом доступе, систематизация анализа научных и практических исследований. Также анализ, сравнение и синтез, позволяющие, с одной стороны, выделить отдельные направления развития Стратегия предприятия на рынке ценных бумаг, с другой – факторы влияющие на Стратегию предприятия на рынке ценных бумаг. В результате исследования выявлено особое значение и роль Стратегия предприятия на рынке ценных бумаг на фондовом рынке

## **Анализ и результаты**

В финансовом секторе выросли также простые бумаги Алокабанка (+5,3%) и Ипотека-банк (+3,33%), а также префы Агробанка (+2,08%). Компании, которые в прошлом году вышли на IPO, тоже продемонстрировали положительную динамику. У UzAuto Motors акции поднялись на 0,71%, до 70,5 тыс. сумов. «Узбектелеком» ушел в плюс на

4,04%, до 5,2 тыс. сумов. У двух компаний котировки сейчас ниже цены IPO (72,5 и 6 тыс. соответственно). Привилегированные бумаги «Узбекивеста» торгуются выше стоимости первичного размещения (1 тыс. сумов). За прошлую неделю акции выросли на 2,1%, до 1459 сумов.

Ранее «Курсив» анализировал работу фондового рынка Узбекистана в 2023 году. Впервые за год прошло три IPO. Появление новых игроков, а также цифровизация отразились на рынке. В сравнении с 2022-м на РФБ в пять раз выросло число сделок.

Корпорация – это объединение капиталов частных собственников с созданием юридического лица – акционерного общества. Каждый из них владеет лишь долей собственности, что подтверждается выпуском и размещением долевых ценных бумаг – акций, но не владеет корпорацией в целом, которая является самостоятельным и не предполагает реализацию выгоды только одного из акционеров. В результате создания корпорации происходит объединение капиталов инвесторов и передача контроля над совокупным капиталом профессиональному менеджменту. Право собственности и право управления и контроля над собственностью в корпорации разделено, и от профессиональных усилий менеджеров зависит рост рыночной капитализации компании.

Высокая рыночная капитализация – это не только имидж корпорации, но и защита от враждебного поглощения. Благодаря биржевым требованиям деятельность компании становится прозрачной, информация о ней общедоступной и рыночная капитализация отражает справедливую стоимость компании.

Поэтому стратегически важной задачей для корпораций становится выход на рынок ценных бумаг и увеличение их рыночной капитализации.

$$K = P_{\text{Цоа}} \times K_{\text{Цоа}} + P_{\text{Цпа}} \times K_{\text{па}},$$

где

$K$  – величина рыночной капитализации;

$P_{\text{Цоа}}$  – рыночная цена обыкновенной акции;

$K_{\text{оа}}$  – количество обыкновенных акций;

РЦпа– рыночная цена привилегированных акций;

Кпа– количество привилегированных акций[2].

Капитализация корпораций стремительно растет. Можно считать, знаменательным в этом отношении – рост цен на энергоносители привел в последние годы к глобальному перетоку финансовых ресурсов в страны – экспортеры нефти, в девятку крупнейших фондовых рынков мира с капитализацией.



**Рис. 1. Капитализация фондовых рынков (млрд. долл.)**

Инфографика показывает размер мирового фондового рынка в 2023 году, на долю США приходится 42,5% мировой капитализации фондового

рынка, что значительно опережает следующую по величине экономику — Европейский союз.

Вот основные мировые фондовые рынки, основанные на доле глобальной рыночной капитализации по состоянию на 2 квартал 2023 года:

1. США \$46.2Т 42.5%
2. ЕС \$12.1Т 11.1%
3. Китай \$11.5Т 10.6%
4. Япония \$5.8Т 5.4%
5. Гонконг \$4.3Т 4.0%
6. Великобритания \$3.2Т 2.9%
7. Канада \$3.0Т 2.7%
8. Австралия \$1.7Т 1.5%
9. Сингапур \$0.6Т 0.6%

Однако, предлагая акции для котировки на бирже, менеджер должен понимать, что с выходом на фондовый рынок капитализация корпорации попадает в зависимость от его конъюнктуры, поэтому прежде чем выводить свои акции на биржу, нужно проанализировать возможность управления их рыночной ценой.

Величина капитализации корпорации во многом зависит от величины акций во free-float и ликвидности собственных акций.

Те акции, которые находятся на открытом рынке и переходят из рук в руки. Количественно величина free-float измеряется стоимостью акций, находящихся в расчетных депозитариях бирж.

Ликвидность - возможность акции быстро и без убытка для инвестора превратиться в деньги.

В расчете суммарной капитализации корпорации участвует цена одной акции вне зависимости от количества обращающихся на бирже акций. Допустим, у одной корпорации обращается 5% акций (free-float), а у другой — 50%. У обеих компаний финансовые показатели идентичны, и новостной фон существенно не различается. Означает ли это, что качество расчета капитализации у той и у другой компании одинаково? Нет, поскольку небольшой пакет акций позволяет корпорации влиять при необходимости на движение курсовой цены. До кризиса с ЮКОСом только 0,4% его акций

было выведено на биржу, и такой низкий free-float позволял ему на основе использования инструментов и механизмов фондового рынка иметь самую большую капитализацию на отечественном рынке ценных бумаг. Таким образом, важным для управления капитализацией является определение удельного веса акций, находящихся во free-float. Мажоритарные акционеры – собственники отечественных корпораций – предпочитают, чтобы доля акций, выведенных на биржу и находящихся в расчетном депозитарии, была ниже блокирующего пакета (25% + 1 акция).

Качество расчета капитализации - соответствие рыночного показателя капитализации ее реальной стоимости.

Если величина акций во free-float незначительна, то у компании может оказаться достаточно средств, чтобы провести одну или несколько единичных сделок и таким образом манипулировать ценой акции. Следовательно, величина реальной рыночной стоимости компании может быть не вполне достоверной. Рост или падение цен на акции может произойти в результате агрессивных сделок третьих лиц (допустим, враждебно настроенных конкурентов, нацеленных на поглощение компании), поэтому капитализация корпорации, у которой низкий free-float, попадает в зависимость не только от конъюнктуры фондового рынка, но и от манипуляции ценами со стороны недобросовестных конкурентов.

Таким образом, низкая доля акций во free-float увеличивает риски волатильности цены акции и капитализации корпораций.

Волатильность (volatility) – неустойчивость цен, разброс цен на рынке и их движение внутри этого разброса.

В настоящее время ликвидность рынка акций оценивается по критериям, сопоставимым с показателями ликвидности развитых рынков. Так, внутридневной объем торгов у ведущих корпораций составляет несколько миллиардов, а количество сделок в минуту достигает пятидесяти.

Например, объем торгов ЛУКОЙЛа составил 6,5 млрд., и т. д. Оценивая ликвидность по такому показателю, приходится констатировать, что ликвидность акций ограничивается акциями 10–15 компаний. По акциям этих компаний возможности манипулирования ценой затруднительны.

Можно предположить, что только такие акции обладают реальной рыночной ценой, а следовательно, и рыночной капитализацией.

При управлении капитализацией важно помнить, что ликвидность является показателем, определяющим качество ее расчета. Так, если акции компании неликвидны, то и расчет капитализации не может быть признан корректным, поскольку рыночная цена акций волатильна, может резко меняться от одной единичной сделки к другой.

*Рассматривая этот вопрос, нужно учитывать, что акции по своей природе являются неликвидными ценными бумагами. Облигации эмитент выпускает на срок, по истечении которого обязуется их выкупить, а вот акции выпускаются бессрочно[3].*

Поэтому эмитент должен позаботиться о ликвидности своих акций на вторичном рынке, а значит, о том, чтобы на рынке всегда было достаточно заявок на покупку и продажу его акций, заключалось необходимое количество сделок с ними, при этом цена от сделки к сделке, если и менялась, то незначительно: резкие скачки цены выгодны лишь спекулянту.

Ликвидность акции может поддерживаться:

- Продавцами и покупателями – если они постоянно выставляют приказы на продажу и покупку и заключение сделок происходит непрерывно во времени. Ликвидность будет тем выше, чем меньше разрыв в цене между самой низкой ценой на продажу и самой высокой ценой на покупку;
- Профессиональными участниками рынка ценных бумаг – дилерами или маркет-мейкерами, которые поддерживают рынок акций двусторонними котировками, выставляя цену покупки и продажи. Ликвидность будет тем выше, чем уже спред, т. е. чем меньше разрыв в цене между публичной котировкой на продажу и публичной котировкой на покупку.

Разрабатывая корпоративную стратегию, направленную на рост капитализации компании, финансовый менеджер использует следующий инструментарий:

- во-первых, эмиссионные операции, которые увеличивают количество акций в обращении. После проведения первой эмиссии – выпуска и размещения ценных бумаг – акций, увеличение ее капитала происходит путем последующих эмиссий как акций, так и облигаций;

– во-вторых, корпоративные действия эмитентов для управления стоимостью акций на рынке;

– в-третьих, в целях повышения капитализации и поддержания курса акций на вторичном рынке разрабатывается дивидендная политика. Интересы собственников корпорации заключаются в получении дохода от владения ценными бумагами – дивидендных выплат, увеличение которых влияет на

прирост курсовой стоимости акции;

– и, наконец, скупка акций на рынке например, для выпуска депозитарных расписок, защиты от враждебных поглощений и т. д., когда есть угроза перераспределения собственности путем перехода прав собственности на акции (операции на рынке корпоративного контроля).

Временной горизонт этой стратегии обычно составляет 5-7 лет. На балансе у корпорации акции могут находиться не более одного года.

*Эмиссионные операции формируют первичный рынок ценных бумаг. Как отмечал Филип Фишер:*

*Особенностью корпоративного финансирования является возможность привлечения ресурсов с помощью нового выпуска обыкновенных акций[4].*

Если корпорация нуждается в капитале, она может привлечь его с фондового рынка, выпустив новые акции или облигации. Вместе с тем корпорациям, акции которых котируются на фондовой бирже, доступен самый широкий спектр источников финансирования, включая такие инструменты, как биржевые облигации, кредитные ноты, евробонды и т. д. (рис. 2).

Например, только акционерное общество, акции которого включены в листинг, может выпускать биржевые облигации.

Листинг (listing) - процедура допуска бумаг к обращению на бирже.

Планируя проведение эмиссионных операций, менеджер должен оценить эффективность каждого варианта привлечения средств для финансирования развития корпорации, а также возможной их комбинации.



Финансовый менеджер имеет следующие возможности по проведению эмиссионных операций для увеличения собственного капитала корпорации[5].



**Рис. 2. Виды источников финансирования корпорации**

Обычно акции выпускаются для финансирования развития корпораций, реализации инвестиционных проектов или для проведения слияний, поглощений и т. д. Корпорации, имеющие прибыльные проекты, в которые необходимо инвестировать, предпочитают выпускать акции тогда, когда цена акции относительно высока.

Во-первых, потому что чем выше цена на акции, тем меньше новых акций нужно выпускать компании, чтобы получить необходимый капитал.

Во-вторых, потому что чем выше цена новой эмиссии, тем меньше стоимость, которую приобретают «новые» акционеры корпорации, и тем меньше перераспределяется благосостояние держателей акций – «старых»

акционеров компании, в интересах которых согласно классической теории и оперирует финансовых менеджеров.

В-третьих, если акции размещаются на публичном рынке, то эмитент обязан обеспечить ликвидность рынка, поскольку если каждый инвестор не сможет быстро и безубыточно превратить свои акции в деньги, то он вряд ли будет их приобретать.

Частное размещение среди заранее определенного эмитентом круга инвесторов может быть проведено для акций, которые не имеют листинга ни на одной из бирж.

На рынке ценных бумаг ситуацию сегодня специалисты характеризуют как *эпоху IPO*. Это не совсем так. Строго говоря, только выпуск акций новой компании называется изначальным открытым предложением (IPO). При этом считается, что акции выпуска только что созданной компании относятся к высоко рисковому ценным бумагам, так как у такого эмитента нет кредитной истории, и инвестор рискует, вкладывая в эти акции. Поэтому для реализации акций на фондовых рынках экономически развитых стран Запада используются такие конструкции, как *put table stock* (комбинация акций с опционом на покупку).

Другими словами, компания берет на себя обязательства купить собственные акции по истечении нескольких лет работы компании в том случае, если инвестор пожелает их продать. Этим увеличивается ликвидность таких акций, которые сами по себе являются привлекательными для быстрого роста инвестиций. Нередко цена акций, выпускаемых новой компанией, удваивается в течение нескольких недель после изначального открытого предложения. Рынок первичных размещений в России складывается в результате желания собственников продать свои принадлежащие им акции и зафиксировать прибыль. Поэтому по своей природе выход корпораций на фондовый рынок – это SPO: продажа акций, находящихся в собственности мажоритарных акционеров.

IPO – Initial Primary Offering (первичное размещение) – процедура, при которой компания публично размещает свои новые акции. SPO – Secondary Primary Offering (вторичное размещение) – продажа компанией ранее выпущенных акций.

Безусловно, такой подход имеет в своей основе тот фундаментальный фактор, что прямой инвестор должен иметь возможность выйти из бизнеса (выйти из инвестиции), а самым эффективным способом осуществления этого является продажа принадлежащих ему акций на публичном рынке.

**ИЗМЕНЕНИЕ СТОИМОСТИ АКЦИЙ НА РЕСПУБЛИКАНСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖЕ «ТОШКЕНТ»**

Эмитент	Вид ценной бумаги	Тикер	Уровень ликвидности	26.01.2024	02.02.2024	Изменение стоимости в абсолютном выражении	Изменение в %	
АО "O'zRTXB"	простые	URTS	высоколиквидные	16700	16549	-151,00	-0,90	▼
АКБ "O'zsanoatqurilishbank"	простые	SQBN	высоколиквидные	10	9,99	-0,01	-0,10	▼
АКБ "O'zsanoatqurilishbank"	привилегированные	SQBPNP	высоколиквидные	34,10	34,21	0,11	0,32	▲
АКБ "Agrobank"	привилегированные	AGBAP	высоколиквидные	24000	24499,91	499,91	2,08	▲
АКИБ "Ipoteka-bank"	простые	IPTB	высоколиквидные	1,20	1,24	0,04	3,33	▲
АКИБ "Ipoteka-bank"	привилегированные	IPTBP	высоколиквидные	3,40	3,44	0,04	1,18	▲
АКБ "Biznesni rivojlantirish banki"	простые	BRBN	высоколиквидные	115,99	114,99	-1,00	-0,86	▼
АКБ "Hamkorbank"	простые	HMKB	высоколиквидные	60,02	60,00	-0,02	-0,03	▼
АКБ "Hamkorbank"	привилегированные	HMKBP	высоколиквидные	57,7	58,00	0,30	0,52	▲
АИКБ "Ipak Yo'li"	простые	IPKY	высоколиквидные	84,79	102,00	17,21	20,30	▲
АК "Aloqabank"	простые	ALKB	высоколиквидные	86,99	91,60	4,61	5,30	▲
АК "Aloqabank"	привилегированные	ALKBP	высоколиквидные	830	849,99	19,99	2,41	▲
АКБ "Turonbank"	простые	TNBN	высоколиквидные	1045	1000	-25,00	-4,31	▼
АО "O'zmetkombinat"	простые	UZMK	высоколиквидные	6530	6550	20,00	0,31	▲
АО "O'zmetkombinat"	привилегированные	UZMKP	высоколиквидные	2500	2500	0,00	0,00	
АО "Olmaliq KMK"	привилегированные	AGMKP	высоколиквидные	9650	9500	-150,00	-1,55	▼
АО "O'ztransgaz"	привилегированные	UTGAP	высоколиквидные	7300	8000	700,00	9,59	▲
АО "O'zbekgeofizika"	привилегированные	UZGFP	высоколиквидные	519,50	554	34,50	6,64	▲
АО "Kogon yog' - ekstraksiya zavodi"	простые	KYEZ	высоколиквидные	401,01	407,00	5,99	1,49	▲
АО "Qizilqumsement"	простые	QZSM	высоколиквидные	2501	2602	101,00	4,04	▲
АО "Chilonzor buyum savdo kompleksi"	простые	CBSK	высоколиквидные	2,69	2,68	-0,01	-0,37	▼
АО "Kapital sug'urta"	простые	KASU	высоколиквидные	0,02	0,02	0,00	0,00	
АО "Kvarts"	простые	KVTS	высоколиквидные	1802,01	1849	46,99	2,61	▲
АО "O'zbektelekom"	простые	UZTL	высоколиквидные	4998	5200	202,00	4,04	▲
АО "O'zbektelekom"	привилегированные	UZTLP	высоколиквидные	5850	5756	-94,00	-1,61	▼
АО "QashPI"	простые	QAPI	высоколиквидные	770	848	78,00	10,13	▲
АО "DORI-DARMON"	простые	DORI	высоколиквидные	9000	9000	0,00	0,00	
АО "Uzparta'minot"	простые	UZPT	высоколиквидные	909,99	888,88	-21,11	-2,32	▼
АО "O'zbekneftgaz"	привилегированные	UZNGP	высоколиквидные	1899	1900	1,00	0,05	▲
АО "UzAuto Motors"	простые	UZAM	высоколиквидные	70000	70500	500,00	0,71	▲
ЭИСК АО "Uzbekinvest"	привилегированные	UZINP	среднеликвидные	1429	1459	30,00	2,10	▲

Источник: РФБ "Тошкент"  
\*Учитывалась цена закрытия

**Рис. 3. Изменение стоимости акций на Республиканской фондовой бирже «Тошкент»**

В относительном выражении существенный рост показали акции банка Ипак Йули. К началу февраля котировки поднялись на 20,3%. В финансовом

секторе выросли также простые бумаги Алокабанка (+5,3%) и Ипотека-банк (+3,33%), а также префы Агробанка (+2,08%).

Компании, которые в прошлом году вышли на IPO, тоже продемонстрировали положительную динамику. У UzAuto Motors акции поднялись на 0,71%, до 70,5 тыс. сумов. «Узбектелеком» ушел в плюс на 4,04%, до 5,2 тыс. сумов. У двух компаний котировки сейчас ниже цены IPO (72,5 и 6 тыс. соответственно). Привилегированные бумаги «Узбекивеста» торгуются выше стоимости первичного размещения (1 тыс. сумов). За прошлую неделю акции выросли на 2,1%, до 1459 сумов[6].

Ранее «Курсив» анализировал работу фондового рынка Узбекистана в 2023 году. Впервые за год прошло три IPO. Появление новых игроков, а также цифровизация отразились на рынке. В сравнении с 2022-м на РФБ в пять раз выросло число сделок.

### **Список использованной литературы:**

1. Современный словарь иностранных слов. – М.: Рус. яз., 1992. Р.Чандлер
2. Бенджамин Грэхем «Разумный инвестор. Полное руководство по стоимостному инвестированию»
3. Филип Фишер «Обыкновенные акции и необыкновенные доходы»
4. "Финансы организаций (предприятий). Учебник" - Ковалев В.В., Ковалев Вит.В.
5. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1992.
6. Барнгольц С.Б. Предварительная оценка платежеспособности и финансовой устойчивости ссудозаемщика. Деньги и кредит, N 2, 1992.
7. Ю.Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. М.: 2000.11 .Берзон Н. Формирование инвестиционного климата в экономике. // Вопросы экономики. 2001. №7.
8. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производственных финансовых инструментов. М.: Федеративная книготорговая компания, 1998. -352 с.
9. Галанов В.А., Басов А.И. Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 2000. - 352 с.

10. Игорь Полстяной «Рынок корпоративных облигаций», РЦБ. № 4, 2001.
- олотарёв В. С. Рынок ценных бумаг. Ростов н / Д: «Феникс», 2000.352 стр.
11. Кондратьев В.Б. Корпоративное управление и инвестиционный процесс. М.: Наука, 2003.
12. Инвестиционная деятельность и фондовые рынки., 2005.
13. Кузнецов Д.А. Основные направления стратегии промышленных предприятий на рынке ценных бумаг // Экономика, социология, управление. Выпуск 6. Часть 2. Труды научного семинара. М. - 2005.
14. Лякин А.Н., Лапинская А.А. Рынок ценных бумаг. СПб.: Поиск, 2001. - 160с.
15. Миркин Я. Традиционные ценности населения и фондовый рынок. / Рынок ценных бумаг. 2000. - № 7.
16. Миркин Я.М. "Ценные бумаги и фондовый рынок". Москва, "Перспектива", 2017г.
17. Радыгин А. Д., Хабарова Л. П. Базовый курс по рынку ценных бумаг. -М.: Финансовый издательский дом "Деловой экспресс", 1997 485с.
18. Семенкова Е. В. Операции с ценными бумагами. Учебник. М.: Перспектива, 1997.
19. Семилютина Н. Некоторые виды ценных бумаг в мировой практике. Финансовая газета- М., 1999г.- N22.
20. Экономика: Учебник. 3-е изд., перераб. и доп. / Под ред. д. эк. н. проф. А.С.Булатова. -М.: Юрист. 2000 г.