

Боев Б.Ж. – ТМИ, ўқитувчи

АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИ ФАОЛИЯТИНИ МОЛИЯЛАШТИРИШНИНГ ЗАМОНАВИЙ УСУЛЛАРИ

Мақолада акциядорлик жамиятлари фаолиятини молиялаштиришнинг ўзига хос хусусиятлари, шунингдек акцияларни очик обуна тартибида халқаро фонд биржаларида жойлаштириш амалиёти ҳисобланган IPO операциялари орқали молиялаштиришнинг афзалликлари ва камчиликлари ҳусусида фикр юритилган ҳамда тегишли хулосалар келтирилган.

Калит сўзлар: Бизнес, акциялар эмиссияси, IPO, компания, молиявий ҳолат, корпоратив молиявий муносабатлар, оддий акция, имтиёзли акция, облигация, қимматли қоғозлар бозори, листинг.

В статье рассматриваются особенности финансирования деятельности акционерных обществ, а также были исследованы и сделаны соответствующие выводы положительных и отрицательных сторон практики финансирования акционерных обществ через публичное размещение акций в международных фондовых биржах, называемое IPO.

Ключевые слова: Бизнес, выпуск акций, IPO, компания, финансовое положение, корпоративные финансовые отношения, обыкновенные акции, преимущественный акции, облигация, фондовые рынки, листинг.

The article discusses the specifics of financing the activities of joint-stock companies, and also examined and made the relevant conclusions of the positive and negative aspects of the practice of financing joint-stock companies through a public offering of shares on international stock exchanges, called IPO.

Keywords: Business, issue of shares, IPO, company, financial status, corporate financial relations, ordinary shares, preferred shares, bond, stock markets, listing.

КИРИШ

Бугунги кунда мамлакатлар иқтисодий тараққиётида корпоратив тузилмалар фаолияти муҳим аҳамият касб этмоқда. Уларнинг самарали фаолияти давлат бюджети даромадларининг асосий қисмини шакллантиришда, аҳоли бандлигини таъминлаш орқали уй хўжалигининг мунтазам равишда даромадларга эга бўлишларида, шунингдек халқаро савдода ҳал қилувчи аҳамиятга эга бўлмоқда, десак асло муболаға бўлмайди. Келтирилаётган аҳамиятли жиҳатларга эга бўлиш корпоратив тузилмаларнинг молиявий таъминот даражасига бевосита боғлиқ. Халқаро амалиётда акциядорлик компаниялари ўз фаолиятларини молиялаштиришда турли хил манбалардан кенг фойдаланадилар. Улар орасида ўз акцияларини очик тартибда оммавий

жойлаштириш (Initial public offering – бирламчи оммавий жойлаштириш), яъни IPO амалиёти молиявий ресурс жалб қилишда кенг қўлланилиб келинмоқда.

МАВЗУГА ОИД АДАБИЁТЛАР ШАРҲИ

Акциядорлик жамиятлари фаолиятини молиялаштиришнинг ўзига хос хусусиятлари хорижлик бир қатор таниқли иқтисодчиларнинг, жумладан, М.Гулфренд[1], П.Самуэльсон[2], И.Фишер[3], М.Фридмен[4], Я.Миркин[5], Б.Рубцов[6], Э.Баринов[7]ларнинг илмий изланишларида ўз аксини топган. Шунингдек, Ўзбекистонлик иқтисодчи олимлардан М.Хамидулин[8], И.Бутиков[9], Ш.Шохаъзамий[10], Б.Тошмуродова[11]ларнинг илмий ишларида мазкур масаланинг алоҳида муҳим жиҳатлари ўз аксини топган.

ТАҲЛИЛ ВА НАТИЖАЛАР

Бизнесни юритишнинг ташкилий-ҳуқуқий шаклини танлаш масаласи ўз ишини энди бошлаётганлар учун ҳам, маълум вақтдан бери фаолият юритиб келаётганлар тадбиркорлар учун ҳам муҳим аҳамият касб этади. Бизнес юритиш шакллариининг ҳар бири (акциядорлик жамияти, маъсулияти чекланган жамиятлар, хусусий корхоналар, оилавий корхоналар ва х.к.) ўзининг ижобий ва салбий томонларига, ўзига ҳос хусусиятларга эгаки, улар тадбиркорга ҳозирги шароитларда ўзи учун мос келадиган, унинг талабларига кўпроқ жавоб берадиган шаклини танлаш имконини беради. Сўнги вақтларда иқтисодий адабиётларда бизнесни акциядорлик жамияти (кейинги ўринларда - АЖ) каби ташкилий-ҳуқуқий шаклда юритишнинг фойдали эмаслиги ҳақида фикрлар мавжуд. Аммо, АЖ ўзининг ривожланиши учун ресурсларни жалб қилиш учун кўпроқ имкониятларга эга.

Бизнесни юритишнинг ташкилий-ҳуқуқий шакли сифатида АЖни танлаш ҳақидаги қарорга салбий таъсир кўрсатувчи омиллар қуйидагилардир:

- АЖ фаолиятини назорат қилувчи қўшимча давлат назорат органининг мавжудлиги [12];
- ўз фаолияти ҳақида, шу жумладан муҳим фактлар ҳақида ахборотларнинг ошкор қилиш мажбурияти;
- акциядорларнинг умумий йиғилишлари, кузатув кенгаши йиғилишларини ўтказишга қўшимча харажатлар;
- мажбурий аудит ўтказиш зарурияти;
- штатда доим қимматли қоғозлар бўйича ва корпоратив бошқарув бўйича мутахассисларнинг бўлиши ва ҳоказо.

Бизнесни юритишнинг турли ташкилий-ҳуқуқий шаклдаги корхоналарни молиялаштириш манбалари[13]

Молиялаштириш манбалари	Бизнесни юритишнинг ташкилий-ҳуқуқий шакллари			
	АЖ	МЧЖ	ХК	ДК
Банк кредити	+	+	+	+
Корхона фойдаси	+	+	+	+
Кредиторлик қарзи	+	+	+	+
Акциялар эмиссияси	+	-	-	-
Корпоратив облигациялар эмиссияси	+	-	-	-

Изоҳ:(+; -) – мазкур манба ҳисобига молиялаштиришни амалга ошириш мумкин ёки мумкин эмас.

Шу билан бирга АЖ шундай ўзига хос ташкилий-ҳуқуқий шакли, у Ўзбекистоннинг амалдаги қонунчилиги доирасида қимматли қоғозларни чиқариш ҳисобига ишлаб чиқаришни кенгайтириш, модернизация ва реконструкция қилиш, техник ва технологик қайта жиҳозлаш учун молиявий ресурсларни жалб қилиш имконини беради. Бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклдаги корхоналар эса бундай имкониятга эга эмас.

Қимматли қоғозларни чиқариш ҳисобига корхоналарни молиялаштириш афзалликлари ва камчиликларини услубий жиҳатдан эмитентларга нисбатан алоҳида ҳамда инвесторларга нисбатан алоҳида кўриб чиқиш мақсадга мувофиқ. Бундан ташқари бу афзалликлар ва камчиликларни қимматли қоғозларни ҳар бир тури бўйича тизимлаштириш мумкин.

АЖни молиялаштиришнинг муҳим манбаси – акцияларни чиқариш ва сотишдан олинган маблағлар. АЖни оддий акциялар ҳисобига молиялаштиришнинг эмитент учун афзалликлари қуйидагилардан иборат:

- корхона АЖ бўлса, жуда катта миқдордаги молиявий ресурсларни мобилизация қилиш имконига эга, чунки акцияларни чекланмаган миқдорда чиқариш мумкин. Сўнгги пайтда IPO (акцияларни оммавий жойлаштириш) механизми анча кенг оммалашди. Унинг ёрдамида корхоналар ўзининг ривожланиши учун каттагина молиявий ресурсларни жалб қилибгина қолмасдан, балки хорижий капитал бозорига ҳам чиқмоқда;

- қатъий шартлашган, доимий молиявий тўловларнинг йўқлиги. Банк кредити ҳисобига маблағларни жалб этиш одатда қатъий белгиланган тўловларни талаб қилади ва тегишли айланма маблағларни доимо ўйнаб туришига олиб келади. Албатта, акцияларни чиқариш у бўйича дивиденд тўлаш

мажбуриятини юзага келтиради. Бироқ акциядорлар келишган ҳолда корхона оёққа туриб олгунга қадар дивиденд олишдан воз кечиши мумкин;

- капитал барқарорлиги. Акциялар барқарор восита ҳисобланади. Нормал шароитларда АЖлар акциядорлар киритган маблағларни қайтаришга мажбур эмас, банк кредитлари ёки облигацияларда эса ундай эмас. Оддий акцияларнинг сўндириш муддати бўлмайди – бу қайтарилмайдиган доимий капиталдир. У фақат жамият тугатилганда қайтарилиши мумкин;

- оммавийлашув. Акцияларни чиқариш ҳамда реклама кампаниясининг ўтказилиши корхонани нафақат профессионал инвесторлар доирасида, балки аҳолининг катта қисми ўртасида ҳам танилишини оширади. Масалан, хорижий мамлакатларда кўпчилик компаниялар учун IPO лойиҳаларини амалга ошириш молиявий ресурсларни жалб қилишдан ташқари, биринчи галда оммавийлашшини кўзлайди, бу эса кейинчалик анча йирик маблағларни жалб қилишга ёрдам беради.

Акциядорлик жамиятларини молиялаштиришнинг энг яхши ва қулай усули IPO ўтказишдир. Буни биз “Қўқон механика заводи” мисолида таҳлил қиламиз.

2-жадвал

“Қўқон механика заводи” АЖ нинг 2019 йил 1 январь ҳолатида ўтказган IPO бўйича маълумот[14]

Аризалар гуруҳланиши	Ариза тушган қимматли қоғозлар сони	Қимматли қоғозларнинг тақсимланиши
1000 сўм	956337	371724
1001-1005 сўм	446024	446024
1006-1025 сўм	509428	509428
1026-1100 сўм	588393	588393
1101-1150 сўм	176120	176120
1151-1300 сўм	123413	123413
1301-1400 сўм	10062	10062
1499-4000 сўм	12406	12406
Жами	2821065	2236452

Жадвал маълумотларидан кўришимиз мумкинки 2019 йил 1 январь ҳолатига “Қўқон механика заводи” АЖни акцияларини сотиб олиш бўйича жами 2821065 дона акцияни сотиб олиш бўйича ариза келиб тушган. Лекин корхона

томонидан 2236452 дона акция қаноатлантирган. Жумладан; акция нархининг энг паст чегараси қиймати 1000 сўмдан бўлганда 956337 дона акция сотиб олиш бўйича аризалар тушган. Лекин акция нархининг энг паст чегараси қиймати 1000 сўмдан бўлганда корхона томонидан 371724 дона акцияни сотиш қаноатлантирган.

АЖни оддий акциялар чиқариш ҳисобига молиялаштиришнинг инвестор учун афзалликларига қуйидагилар киради:

- киритилган капитал эвазига компанияда бошқаришда иштирок этиш ҳуқуқидан фойдаланиш;
- дивиденд кўринишда компаниядан даромад олиш ;
- компания томонидан берилган имтиёзлардан фойдаланиш;
- жамият тугатилаётганда мол-мулкнинг бир қисмига бўлган ҳуқуқдан фойдаланиш.

АЖни оддий ва имтиёзли акциялар чиқариш ҳисобига молиялаштиришнинг айрим камчиликларини ҳам санаб ўтиш лозим. Оддий акцияларни чиқариш ҳисобига АЖни молиялаштиришда эмитент учун камчиликлар:

1. Қабул қилинадиган қарорлар тезкорлигининг пасайиши. Қонунчиликка мувофиқ, одатда, йирик битимлар ҳамда манфаатдорлик бўлган битимлар кузатув кенгаши ёки акциядорларнинг умумий йиғилиши билан келишиб олиниши лозим. Бироқ, уларни ташкил этишга вақт керак, шунинг учун фойдали йирик шартномалар ёки манфаатдорлиги бўлган шартномалар мазкур АЖда битимлар узоқ вақт келишилиши туфайли бошқа рақобатчиларга ўтиб кетиши мумкин.

2. Молиявий ресурсларни жалб қилиш қийматининг ошиб кетиши мумкинлиги. Эмиссия проспектини ҳамда акцияларни чиқариш бўйича бошқа ҳужжатларни тайёрлаш учун кўпинча инвестиция маслаҳатчиси жалб этилади. Кўп ҳолларда АЖлар ўз акцияларини тарқатиш (жойлаштириш) учун андеррайтер хизматидан фойдаланади. Буларнинг ҳаммаси қўшимча харажатни талаб қилади.

3. Қарз капиталидан фойдаланиш АЖга катъий белгиланган бир марталик молиявий харажатли маблағларни қўлга киритиш имконини беради, ваҳоланки молиялаштириш учун оддий акциялардан фойдаланилганда компаниянинг соф фойдаси доим узоқ вақт мобайнида анча катта акциядорлар ўртасида тақсимланади.

АЖни молиялаштиришнинг яна бир муҳим бир манбаси бу-имтиёзли акциялар бўлиб, улар қарз мажбуриятлари ва оддий акциялар белгиларини ўзида акс эттиради. Имтиёзли акцияларнинг АЖ устав капиталининг умумий ҳажмидаги улуши 20 %дан ошмаслиги лозим.[15]

Компания тугатилган тақдирда, имтиёзли акциялар эгасининг даъволари кредиторлардан кейин, аммо оддий акция эгалари олдидаги мажбуриятлардан олдин қондирилади.

АЖни имтиёзли акциялар эвазига молиялаштиришнинг эмитент учун афзалликлари қуйидагилардан иборат:

1. *Мослашувчанлик.* Қонунчиликка кўра, имтиёзли акциялар бўйича дивидендлар тўлаш - компаниянинг сўзсиз мажбурияти эмас. Агар компания зарар кўраётган, банкротлик аломатлари сезилаётган бўлса, дивидендларни тўламаслик мумкин. Қарз маблағларини жалб этишда эса фоизлар жамият молиявий аҳволидан қатъий назар тўлаб борилиши керак.

2. *Ҳаракатларнинг муддатсизлиги.* Имтиёзли акцияларни сўндиришнинг охириги муддати йўқ. Капитал облигацияларни чиқариш ҳисобига жалб қилинса ёки банк кредити олинса, улар қайтаришлилик ёки сўндиришни талаб этади.

3. *Қўшимча маблағларни компанияни бошқаришда иштирок этиш ҳуқуқини бермасдан жалб қилиш.* Фақатгина айрим масалалар кўтарилганда имтиёзли акция эгалари акциядорлар умумий йиғилишларида овоз бериш ҳуқуқи билан қатнашишади.

4. *Компанияни банкротликка мажбурлаш имконинининг йўқлиги.* Имтиёзли акция эгалари оддий акция эгаларидан фарқли равишда овоз бериш ҳуқуқидан маҳрум этилгани туфайли уларнинг компанияга қандайдир жиддий зарар этказиши амри маҳол.

Шундай қилиб, имтиёзли акциялар эмиссиясида капитал оқимига эришилади, аммо компания устидан назорат йўқолмайди ҳамда АЖнинг қарздорлиги ошмайди. Бироқ бу ҳолда қатъий дивиденд сиёсатини юритиш талаб этилади.

Шу билан бирга, АЖ имтиёзли акцияларни чиқариш ҳисобига молиялаштирилганда эмитент учун дивидендларни тўлашга қараганда анча қатъийроқ шартлар белгиланиш эҳтимоли юзага келади.

АЖни қимматли қоғозлар эмиссияси ҳисобига молиялаштириш тузилмасида муҳим ўринни облигациялар асосида жалб қилинадиган маблағлар эгаллайди. “Корпоратив облигациялар-бу махсус инвестициявий қиймат бўлиб, инвестор ва эмитент ўртасидаги қарз муносабатларини ифодалайди; фонд бозорида бутунлай қопланмагунча эркин муомалада бўлади ҳамда ўзининг котировкасига эга; асосий инвестицион ҳоссаларга: ликвидлилик, ишончлилик ва даромадлиликка эга.”[16]

АЖ корпоратив облигациялар эвазига молиялаштирилганда эмитент учун ҳам бир қатор афзалликлар мавжуд.

АЖни бундай молиялаштиришнинг асосий афзалликлари шундан иборатки, мазкур ҳолда корхона қарз маблағларини жалб қилиш учун муҳим ва

муҳим бўлмаган шартларни ўзи белгилайди. Бу авваламбор, кредит суммаси, муддати, сўндириш шартлари, фоиз ставкаси каби параметрлардир. Корхона банкдан кредит олганда шартларни банк қўяди. Банкдан узоқ муддатли кредитларни олиш анча мураккаб масала.

Бу банкнинг ресурс базасини чекланганлиги билан изоҳланади. Бундан ташқари кредитнинг баҳоси сезиларли даражада юқори бўлиши мумкин. Кредит учун фоиздан ташқари уни расмийлаштириш учун оралиқ расмий ва норасмий транзакцион ҳаражатлар унинг баҳосини ошишига олиб келади. Облигациялар шу нуқтаи назардан арзон молиялаштириш манбаига айланади.

Шуни ҳисобга олиш керакки, облигацияларни чиқариш ҳақида қарор акциядорлар умумий йиғилиши томонидан ёки унинг уставида белгиланган ҳолда кузатув кенгаши ваколатига киритилиши мумкин. Бу эса акциялар чиқаришдан фарқли ўлароқ, маблағларни тезроқ жалб қилиш имконини беради.

3-жавдвал

Корхонани ташқи молиялаштириш манбалари афзалликлари ва камчиликлари қиёсий таҳлили[17]

№	Қиёслаш мезонлари	Оддий акцияларнинг чиқарилиши	Корпоратив облигацияларнинг чиқарилиши	Банк кредити
1	Корхона ташкилий-ҳуқуқий шаклига чекловлар	Акциядорлик жамияти	АЖлар ва тижорат банклари	Йўқ
2	Фаолият юритишнинг энг кам муддати	Йўқ	Камида уч йил	Банк кредит сиёсатидан боғлиқ
3	Жалб этиладиган маблағларга чекловлар	Йўқ	Ўзлик капитали миқдори чегарасида	Кредит сиёсатига, гаров таъминотига
4	Ижобий кредит тарихининг бўлиши	Йўқ	Йўқ	Бўлиши мумкин
5	Таъминотнинг бўлиши	Йўқ	Таъминот билан ҳам у сиз ҳам чиқарилиши мумкин	Унинг суммаси 125 % дан кам бўлмаслиги
6	Даромадларни тўлаш бўйича мажбурият	Бўлиши мумкин	Бор	Бор
7	Корхонани бошқаришда иштирок этиш ҳуқуқи	Пайдо бўлади	Йўқ	Йўқ
8	Инвестицияларни жалб қилиш муддати	Муддатсиз	Муддатли	Муддатли

Эмитентдан бутун эмиссияни битта нархда сотиш талаб этилмайди. Мазкур молиявий воситанинг мослашувчанлиги мана шундан иборат. Бозор

конъюктурасига боғлиқ ҳолда, облигациялар нархлари оширилиши ва пасайтирилиши мумкин, бу билан қарз маблағларининг бутун режалаштирилган суммасини жалб этиш мумкин. Эмитентнинг облигацияларини жойлаштиришга боғлиқ харажатлари, одатда, акцияларни жойлаштиришга қарағанада камроқ бўлади. Кредит тарихи пайдо бўлади ҳамда инвестицион нуфузи яхшиланади.

Албатта, облигациялар эмиссияси орқали молиялаштиришда АЖ учун камчилик сифатида инвестордан олинган сумманинг қайтарилиши ва у бўйича фоизлар тўланиши шартлигини киритиш мумкин. Бироқ, буни шартли равишда камчилик деса ҳам бўлади, чунки банк кредити олинган тақдирда ҳам худди шундай шартлар амал қилади.

Юқорида кўрсатиб ўтилган турли молиялаштириш манбалари компаниянинг капитал тузилмасини қанақа кўринишда шаклланишига тўғридан-тўғри таъсир этади. Уларнинг ҳар бирининг афзаллик ва камчилик томонларин чуқур таҳлил этиб қарор қабул қилиш зарур.

ТАКЛИФ ВА ХУЛОСАЛАР

Юқорида таъкидланган жихатлар ва муаммолар юзасидан қуйидагиларни амалга ошириш мақсадга мувофиқ:

Биринчидан, акцияларни очиқ обуна тартибида жойлаштириш нисбатан юқори миқдордаги харажатларни, кўп вақтни талаб қилсада катта миқдордаги капитални ҳам жалб қилиш имконини беради. Бу ўз навбатида янгидан-янги истиқболли лойиҳаларни амалга оширишга хизмат қилади.

Иккинчидан, акцияларни оммавий жойлаштириш операцияларини ташкил этишда иқтисодиётнинг жорий ҳолатини ҳисобга олиш лозим. Чунки иқтисодий ўсиш кузатилаётган ҳамда аҳоли даромадлари барқарор ва юқори ҳолатда IPO операциялари ҳам муваффақиятли кечади. Бунда ҳаттоки аҳоли даромадлари мавсумийлигига ҳам эътибор қаратиш мақсадга мувофиқ.

Учинчидан, ривожланаётган давлатлардаги стратегик аҳамиятга эга корпоратив тузилмалар томонидан IPO операцияларини ташкил этиш ва ўтказиш жараёнида мазкур амалиётнинг камчиликларини эътибордан четда қолдирмаслик зарур. Чунки ғаразли кайфиятдаги инвесторларнинг корпоратив тузилмалар фаолиятига кириб келиши компания молиявий хавфсизлигига путур етказиши билан бир вақтда мамлакат иқтисодиётига ҳам жиддий салбий таъсир кўрсатиши мумкин.

ФОЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ

1. П. А., Самуэльсон «Экономика», М.: "Алфавит", 1993 г
2. И.Фишер., «Математические исследования теории ценности и цен» (Mathematical Investigations in the Theory of Value and Prices), 1892г
3. Фридмен М. [Количественная теория денег](#) — М.: Дело, 1996
4. Я.Миркин, Ценные бумаги и фондовый рынок. Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. — М.: Перспектива, 1995. — 536 с.
5. Б.Рубцов, "Современные фондовые рынки" (М.: Альпина Бизнес Букс, 2007)
6. Бутиков И. Акциядорлик жамиятин қимматли қоғозлар чиқариш ҳисобига молиялаштириш афзалликлари ва камчиликлари // Корхонани бошқариш – Тошкент 2012.-№10(64). – Б 9.
7. Шоҳаъзамий Ш.Ш. «Финансовый рынок и ценные бумаги» КНИГА II. Учебник.-Т.: «Иқтисод – молия», 2005.-850 с.
8. Тошмуродова Б. ва бошқ. Молиявий менежмент. – Т. “Иқтисод-молия”, 2017 й. – 338 б.
9. Корпоратив молияни бошқаришнинг долзарб масалалари. Б.Тошмуродова умумий таҳрири остида. – Т.: “Иқтисод-молия”, 2017. – Б. 188.
10. 2014-йил 6-май ЎРҚ-370-сон “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги ЎзР Қонуни (янги таҳрирда)
11. И.Бутиков. Акциядорлик жамиятин қимматли қоғозлар чиқариш ҳисобига молиялаштириш афзалликлари ва камчиликлари // Корхонани бошқариш – Тошкент 2012.-№10(64).-Б-9.
12. www.kmz.uz (Қўқон механика заводининг) расмий сайти маълумотлари.