



AKSIYADORLIK JAMIYATLARINI FOND BOZORI ORQALI MOLIALASHTIRISH METODOLOGIYASINI TAKOMILLASHTIRISH

Abdurazakova Nargiza Rixsibayevna

Alfraganus universiteti Moliya kafedrasida dotsenti

Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD)

E-mail: n.abdurazakova@afu.uz

ORCID: 0009-0001-9887-611X

Annotatsiya: Maqolada Qizilqumsement AJ, O'zbektelekom AK va O'zbekiston respublika tovar-xomashyo birjasi (O'zRTXB) AJ misolida korxonalarni fond bozori orqali moliyalashtirishning qaror qabul qilish metodologiyasi ishlab chiqildi. 2016–2025-yillardagi 30 ta korxona–yil kuzatuv asosida moliyaviy leveraj (D/E), xususiy kapital ulushi va ROE dinamikasi tahlil qilindi. Fond bozori dan mablag' jalb qilishda birlamchi emissiya bilan mavjud aksiyalarni ikkilamchi sotish o'rtasidagi iqtisodiy farq alohida ajratildi. Taklif etilgan uch bosqichli "Zarurat – Fundamental jozibadorlik – Bozor narxlashi" metodologiyasi robust medianalar, HC3 standart xatoli firma fiksirlangan effektli model va P/B filtri bilan birlashtirildi. Natijalar 2025-yilda O'zbektelekom uchun birlamchi SPO/rights issue eng mantiqiy deleveraging vositasi ekanini, O'zRTXBda yuqori D/E asosan operatsion majburiyatlar bilan izohlanishi sabab aksiyaviy emissiya balansni tiklash emas, o'sish va free-floatni oshirish maqsadida qo'llanishi lozimligini, Qizilqumsementda esa past P/B sharoitida yangi aksiyalar chiqarish aksiyadorlar uchun yuqori dilutsiya xarajati keltirib chiqarishini ko'rsatdi.

Kalit so'zlar: fond bozori, aksiyalar emissiyasi, SPO, rights issue, korporativ obligatsiya, P/B, D/E, ROE, kapital tuzilmasi, R, panel tahlil.

Abstract: The article develops a methodology for making decisions on financing enterprises through the stock market using the examples of JSC "Kyzylkumcement," JSC "Uzbektelecom," and JSC "Uzbek Republican Commodity Exchange" (UZRTSB). Based on an annual survey of 30 enterprises between 2016 and 2025, an analysis was conducted on the dynamics of financial leverage (D/E), equity share, and ROE. The economic difference between the primary issuance and secondary sale of existing shares when attracting funds from the stock market is highlighted separately. The proposed three-stage methodology "Necessity - Fundamental Attractiveness - Market Pricing" was combined with robust medians, a fixed firm effect model with HC3 standard error, and a P/B filter. The results showed that the primary SPO/rights issue is the most logical deleveraging tool for Uzbektelecom in 2025, as the high D/E on UzRTSB is mainly explained by operating liabilities, the share issue should be used not to restore the balance, but to grow and increase the free fleet, and on Kyzylkumcement, issuing new shares under low P/B conditions entails high dilution costs for shareholders.

Keywords: stock market, share issuance, SPO, rights issue, corporate bonds, P/B, D/E, ROE, capital structure, R, panel analysis.

Абстрактный: В статье разработана методология принятия решений по финансированию предприятий через фондовый рынок на примере АО "Кызылкумцемент," АК "Узбектелеком" и АО "Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа" (УЗРТСБ). На основе годового обследования 30 предприятий в 2016-2025 годах был проведен анализ динамики финансового левериджа (D/E), доли собственного капитала и ROE. Отдельно выделена экономическая разница между первичной эмиссией и вторичной продажей существующих акций при привлечении средств с фондового рынка. Предложенная трехступенчатая методология "Необходимость — Фундаментальная привлекательность — Рыночное ценообразование" была объединена с робастными медианами, моделью с фиксированным эффектом фирмы со стандартной ошибкой HC3 и фильтром P/B. Результаты показали, что первичный SPO/rights issue является наиболее логичным инструментом делеверажирования для "Узбектелекома" в 2025 году, поскольку высокий D/E на УЗРТСБ в основном объясняется операционными обязательствами, акционерная эмиссия должна использоваться не для восстановления баланса, а для роста и увеличения свободного флота, а на "Кызылкумцементе" выпуск новых акций в условиях низкой P/B влечет за собой высокие издержки дилуции для акционеров.

Ключевые слова: фондовый рынок, эмиссия акций, SPO, rights issue, корпоративные облигации, P/B, D/E, ROE, структура капитала, R, панельный анализ.

Kirish (Введение/Introduction).

Kapital bozorining asosiy iqtisodiy vazifasi jamg'armalarni uzoq muddatli investitsiyalarga transformatsiya qilishdir. Aksiyadorlik jamiyati nuqtai nazaridan fond bozori ikki xil moliyalashtirish kanalini yaratadi: yangi aksiyalar chiqarish orqali xususiy kapital jalb qilish va obligatsiyalar chiqarish orqali bozordan qarz mablag'i olish. Biroq amaliyotda "fond bozorida aksiyalar sotildi" degan fakt korxona moliyalashtirildi degani emas: agar mavjud aksiyador o'z paketini ikkilamchi bozorda sotsa, tushum emitentga emas, aksiyani sotgan aksiyadorga tegishli bo'ladi. Shu sabab korporativ moliyalashtirish tahlilida primary va secondary offering qat'iy ajratilishi kerak.

O'zbekistonda kapital bozori tez kengaymoqda. Istiqbolli loyihalar milliy agentligi ma'lumotiga ko'ra, aksiyalar emissiyasi hajmi 2023-yildagi 189,7 trln so'mdan 2025-yilda 265,1 trln so'mga, korporativ obligatsiyalar emissiyasi 1,06 trln so'mdan 3,93 trln so'mga, fond birjasi savdo hajmi esa 2,9 trln so'mdan 17,6 trln so'mga yetgan. Bu o'sish

korporativ moliyalashtirish strategiyasida bank kreditiga muqobil bozor instrumentlarini metodologik jihatdan tanlash masalasini dolzarb qiladi.

Modigliani–Miller paradigmasi mukammal bozorda kapital tuzilmasi qiymatni o'zgartirmasligini ko'rsatsa-da, soliqlar, moliyaviy tanglik, agentlik xarajatlari va axborot assimetriyasi sharoitida moliyalashtirish vositasi muhim strategik qarorga aylanadi. Pecking-order nazariyasi ichki mablag'lar → qarz → yangi aksiyalar ketma-ketligini, market-timing nazariyasi esa kompaniyalar aksiyalari bozorda yuqori baholanganda equity chiqarishga moyil bo'lishini asoslaydi (Myers & Majluf, 1984; Baker & Wurgler, 2002). Shuning uchun aksiyalar emissiyasi "qarz ko'p bo'lsa aksiyalar chiqarish" kabi bitta koeffitsientga tayangan mexanik qaror emas; emissiya narxi, rentabellik, investorlar talabi, likvidlik va dilutsiya xarajati birgalikda baholanishi lozim.

O'zbekiston sharoitida ushbu masala yana bir institutsional xususiyatga ega. Davlat ulushini birja orqali sotish yoki aksiyadorning

SPOsi kapital bozorini chuqurlashtirishi, free-float va narx aniqlanishini yaxshilashi mumkin, ammo bunday ikkilamchi joylashtirish kompaniyaga yangi pul oqimi bermaydi. Korxonani real moliyalashtirish uchun qo'shimcha aksiyalar emissiyasi, huquqlar asosidagi emissiya (rights issue), korporativ yoki boshqa ruxsat etilgan obligatsiyalar kabi primary instrument kerak. O'zbekistonning "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi qonunida ustav kapitalini qo'shimcha aksiyalar joylashtirish yo'li bilan oshirish imkoniyati nazarda tutilgan.

Mavzuga oid adabiyotlar tahlili (Обзор литературы/Literature review).

Birinchidan, 2016–2025-yillarda uch kompaniyaning kapital tuzilmasi va rentabelligi fond bozori orqali yangi kapital jalb qilish zarurati qay tarzda shakllantirgan? Ikkinchidan, qaysi holatda primary SPO/rights issue, qaysi holatda obligatsiya yoki ichki mablag' ustuvor bo'lishi kerak? Uchinchidan, bozor narxlashi (P/B) moliyaviy zarurat bilan birlashtirilganda 2025–2026 kesimida kompaniyalar uchun qanday individual qaror olinadi?

Gipotezalar

H1. Yuqori D/E va yuqori ROE bir vaqtda kuzatilganda aksiyaviy moliyalashtirish uchun eng qulay "need + attractiveness" kombinatsiyasi shakllanadi. H2. $P/B < 1$ bo'lsa, fundamental zarurat mavjud bo'lgan taqdirda ham yangi aksiyalarni bozor narxida joylashtirish katta dilutsiya keltirib chiqaradi va obligatsiya/ichki mablag' nisbatan maqbul bo'lishi mumkin. H3. Jami majburiyatlar tarkibida foizsiz operatsion majburiyatlar ustun bo'lsa, yuqori D/E equity emissiyasi uchun mustaqil asos bo'la olmaydi. H4. Korxona fiksirlangan xususiyatlari nazorat qilinganda leverage oshishi ROE bilan salbiy bog'lanadi.

Tadqiqotning ilmiy yangiligi

Birinchii yangilik — "listing/aksiyalar savdosi" va "emitentga yangi kapital tushishi" o'rtasidagi farq metodologiyani markaziga qo'yildi. Ikkinchi yangilik — 30 kuzatuv uchun robust medianalar asosidagi ikki o'qli qaror matritsasi ishlab chiqildi: $D/E \geq 3,145$ moliyalashtirish zarurati yuqori, $ROE \geq 16,22\%$ fundamental jozibadorlik yuqori deb baholanadi. Uchinchii yangilik — ushbu tarixiy matritsa bozor narxlashi filtri P/B bilan bog'lanib, yangi aksiyalar emissiyasi dilutsiya nuqtai nazaridan tekshiriladi. To'rtinchi yangilik — O'zRTXB misolida balans majburiyatlarini va foizli qarzni iqtisodiy mohiyati ajratiladi.

Tadqiqotni amalga oshirishda foydalanilgan usullar (Методы / Methods). Tanlama Qizilqumsement AJ (QZSM), O'zbektelekom AK (UZTL/UZTLP) va O'zRTXB AJ (URTS)dan iborat. Asosiy tarixiy davr 2016–2025-yillar, jami $N=30$ korxona–yil. Moliyaviy ko'rsatkichlar OpenInfo yillik hisobotlari hamda RFB "Toshkent" emitent sahifalari bilan kross-tekshirildi. 2026-yil 19-avgustdagi birja narxlar tarixiy panelga qo'shilmaydi; ular alohida "bozor narxlashi" validatsiya qatlami sifatida ishlatiladi. Shu yondashuv look-ahead biasni oldini oladi.

RFB "Toshkent"ning amaldagi kotirovkalash qoidalarini aksiyalarni Premium, Standard, Privatization va Transit segmentlariga ajratadi; bozor infratuzilmasi aksiyalar, korporativ/infratuzilma/barqaror rivojlanish obligatsiyalari va boshqa instrumentlarni qamrab oladi. Metodologiya aynan emitentga pul tushadigan instrumentlarni ajratadi: (a) qo'shimcha oddiy/imtiyozli aksiyalar; (b) rights issue; (c) korporativ yoki birja obligatsiyasi; (d) loyiha xususiyatiga mos bo'lsa boshqa ruxsat etilgan qarz instrumentlari. Existing-share SPO esa likvidlik vositasi sifatida baholanadi, moliyalashtirish manbasi sifatida emas.

1-jadval.

Fond bozori orqali moliyalashtirish metodologiyasining asosiy

indikatorlari

Indikator	Formula o'Ichov	Iqtisodiy mazmun	Qaror roli
D/E	Jami majburiyatlar / xususiy kapital	Kapital tuzilmasi bosimi	Equityga ehtiyoj signali; qarz tabiati bilan tekshiriladi
ROE	Sof foyda / xususiy kapital	Investor uchun fundamental rentabellik	Emissiya jozibadorligi

E/TA	Xususiy kapital / jami aktivlar	Balansdagi equity buferi	D/E uchun kross-chek
P/B	Bozor kapitalizatsiyasi / xususiy kapital	Bozorning balans kapitaliga bergan bahosi	$P/B < 1$: equity dilutsiyasi qimmat; $P/B > 1$: emissiya oynasi yaxshiroq
Primary share proceeds	Yangi aksiyalar × joylashtirish narxi	Emitentga real pul tushumi	SPO/rights issue hajmi
Dilution	Yangi aksiyalar / post-issue jami aksiyalar	Mavjud aksiyador ulushining kamayishi	Emissiya narxi va hajmini cheklaydi
Interest-bearing debt	Bank kreditlari + foizli obligatsiyalar	Haqiqiy moliyaviy leverage	Operatsion kreditorlikdan ajratiladi

Qaror matritsasi robust medianaga tayanganligi sabab kichik tanlamada ekstremal kuzatuvlarga sezgir emas. Panel medianalari: $D/E^* = 3,145$ va $ROE^* = 16,22\%$. I-kvadrant (D/E yuqori, ROE yuqori) — primary equity emissiyasining ustuvor zonasi; II-kvadrant (D/E yuqori, ROE past) — avval operatsion/qarz restrukturalizatsiyasi; III-kvadrant (D/E past, ROE yuqori) — faqat yuqori NPVli o'sish uchun ixtiyoriy equity; IV-kvadrant (ikkalasi ham past) — equity emissiyasini kechiktirish va qiymat yaratishga e'tibor berish.

Ekonometrik spetsifikatsiya

Metodologiyani nazariy bog'liqligini tekshirish uchun $ROE_{it} = \alpha + \beta \cdot \ln(D/E_{it}) + \gamma \cdot Trend_t + \mu_i + \varepsilon_{it}$ modeli baholanadi; μ_i firma fiksirlangan effektlari, $Trend = \text{yil} - 2016$. $N=30$ kichik tanlama va ehtimoliy heteroskedastiklik sabab R dasturida sandwich::vcovHC(type="HC3") robust kovariatsiyasi qo'llanadi. Breusch–Pagan va Ramsey RESET diagnostik testlari keltiriladi. Firmalar soni atigi uchta bo'lgani uchun cluster-robust xatolarni asosiy inferensiya sifatida ishlatishdan voz kechiladi.

Tahlil va natijalarlar (Анализ и результаты/Analysis and results).

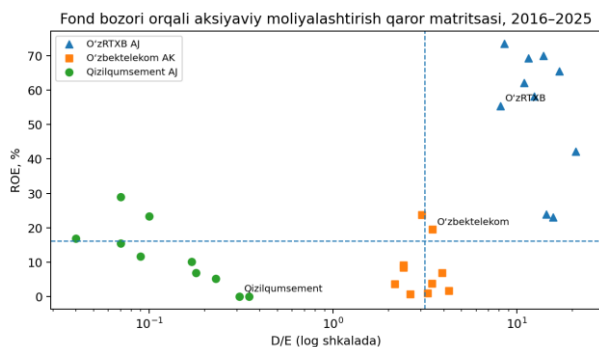
2016–2025-yillar tarixiy qaror matritsasi

2-jadval.

D/E va ROE dinamikasi: fond bozori orqali equity moliyalashtirish zarurati va jozibadorligi

Yil	QZSM D/E	QZSM ROE, %	UZTL D/E	UZTL ROE, %	URTS D/E	URTS ROE, %
2016	0.18	6.99	2.16	3.69	14.42	23.92
2017	0.23	5.18	3.91	6.86	15.72	23.12
2018	0.10	23.31	2.42	8.47	20.89	42.19
2019	0.04	16.95	2.63	0.71	10.91	62.06
2020	0.07	28.92	3.45	3.87	12.45	58.14
2021	0.17	10.09	3.03	23.79	17.00	65.44
2022	0.09	11.68	2.42	9.19	13.89	70.00
2023	0.07	15.49	3.26	1.04	11.53	69.24
2024	0.35	0.02	4.25	1.67	8.53	73.52
2025	0.31	0.03	3.46	19.50	8.15	55.40

Manba: OpenInfo va RFB "Toshkent" ma'lumotlari asosida muallif hisob-kitoblari.



1-rasm. Robust medianalar asosidagi “zarurat–jozibadorlik” matritsasi. Vertikal chegara D/E=3,145; gorizontal chegara ROE=16,22%.

Qizilqumsementning barcha kuzatuvlarida D/E panel medianasidan past. 2018–2020-yillarda ROE 16,22% chegarasidan yuqori bo'lgani uchun kompaniya III-kvadrantga — “o'sish uchun ixtiyoriy equity” zonasiga kirgan, qolgan yetti yilda esa IV-kvadrantda. Ayniqsa 2024–2025-yillarda ROEning deyarli nolga tushishi aksiyalar emissiyasi orqali yangi investor jalb qilishdan oldin operatsion rentabellikni tiklash zarurligini ko'rsatadi.

O'zbektelekomda 10 yillik trayektoriya aralash: 4 yil yuqori leverage/past rentabellik (II-kvadrant), 4 yil pastroq leverage/past rentabellik (IV), 2021-yil III-kvadrant va 2025-yil I-kvadrant. 2025-yilda D/E=3,46 hamda ROE=19,50% bir vaqtda kuzatilishi primary equity emissiyasi uchun tarixiy tanlamadagi eng aniq “deleveraging + investor appeal” signalidir. O'zRTXB esa barcha 10 yilda statistik mezon bo'yicha I-kvadrantda, ammo uning majburiyatlari tarkibi alohida tekshirilishi shart.

Bozor narxlashi va 2025–2026 qarori

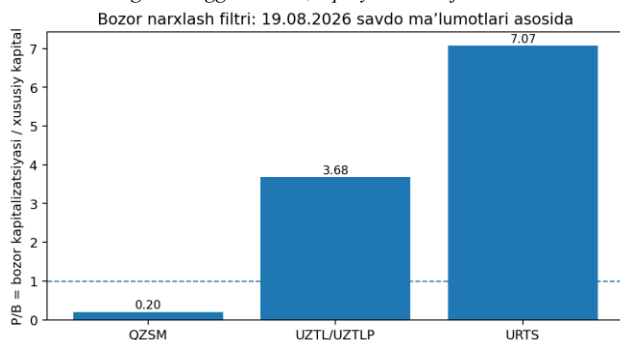
Tarixiy matritsa “equity kerakmi va fundamental jihatdan sotish mumkinmi?” savoliga javob beradi. Uchinchi filtr — emissiya narxi. Market-timing mantiqiga ko'ra, P/B<1 sharoitida balans qiymatining har bir so'mini bozor bir so'mdan kam baholaydi; katta primary emissiya mavjud aksiyadorlarning ulushini arzon narxda suyultirishi mumkin. P/B>1 esa, boshqa shartlar teng bo'lsa, equity kapitalini balans qiymatiga nisbatan premium bilan jalb qilish imkonini beradi.

3-jadval.

19.08.2026 dagi so'nggi savdo narxlar bo'yicha bozor narxlashi filtri

Jamiyat	Ticker	Oxirgi narx, so'm	Hisoblangan market cap, trln	2025 equit y, trln	P/B
Qizilqumsement AJ	QZSM	1,350.00	0.604	2.994	0.20
O'zbektelekom AK	UZTL/UZTLP	13,400.00	11.152	3.031	3.68
O'zRTXB AJ	URTS	11,698.99	4.385	0.620	7.07

Izoh: O'zbektelekom market cap hisobida oddiy va imtiyozli aksiyalar birgalikda olindi. Narxlar — RFB “Toshkent” sahifasida 19.08.2026 uchun ko'rsatilgan so'nggi bitimlar; equity — 2025-yil hisobotlari.



2-rasm. P/B filtri: 1,0 chizig'i balans qiymati bilan bozor qiymati teng nuqtani bildiradi.

Kompaniyalar bo'yicha 2025–2026 qaror

Qizilqumsement: D/E=0,31 va ROE=0,03% — IV-kvadrant; 2026-yil bozor snapshotida P/B≈0,20. Demak, katta primary aksiyalar emissiyasi hozirgi bahoda mavjud aksiyadorlar uchun sezilarli dilutsiya xarajatini tug'diradi. Metodologiya avval rentabellik, investor-relations, disclosure va likvidlikni yaxshilashni; investitsiya zarur bo'lsa, qarz sig'imi va pul oqimlari yetarli doirada obligatsiya yoki uzoq muddatli qarz instrumentini ko'rib chiqishni tavsiya qiladi.

O'zbektelekom: D/E=3,46, ROE=19,50%, P/B≈3,68 — uchala filtr bo'yicha primary equity uchun eng qulay kombinatsiya. Masalan, D/E ni 2,5 ga tushirish ssenariysida, boshqa shartlar o'zgarmasa, taxminan 1,169 trln so'm yangi equity talab etiladi. 19.08.2026 oddiy aksiya narxining 90%i (12 060 so'm) bo'yicha indikativ joylashtirishda bu qariyb 96,9 mln yangi oddiy aksiyaga yoki post-issue aksiyalarning 10,6%iga teng. Bu faqat metodologik ssenariy; real emissiya narxi book-building va huquqiy qarorlar bilan belgilanadi.

O'zRTXB: D/E=8,15, ROE=55,40%, P/B≈7,07. Statistik matritsa equity uchun juda jozibador signal beradi, biroq 2025-yil balansida bank kreditlari nol va joriy majburiyatlarning katta qismi boshqa kreditorlik/operatsion hisob-kitoblardan iborat. Shuning uchun primary SPO “qarzni yopish” uchun emas, aniq NPV-musbat raqamli infratuzilma, kliring yoki ekspansiya loyihasi uchun qo'llanishi kerak; ikkilamchi placement esa free-float va likvidlikni oshirishga xizmat qiladi.

R-ekonometrik tekshiruv

Firma fiksirlangan effektlari va vaqt trendi nazorat qilinganda ln(D/E) koeffitsienti −12,895 (HC3 p=0,003) bo'ldi. Ya'ni bir xil kompaniya va vaqt trendi sharoitida leverage oshishi ROE bilan salbiy bog'langan. Bu natija yuqori qarz bosimi bo'lgan, ammo fundamental rentabelligi tiklangan emitentlarda aksiyaviy deleveraging iqtisodiy mantiqqa ega bo'lishini qo'llab-quvvatlaydi. Biroq sababiylikni to'liq da'vo qilish mumkin emas: investitsion sikl, tariflar, davlat siyosati va tarmoq shoklari ham ROEga ta'sir qiladi.

4-jadval.

ROE uchun firma FE + trend modeli, HC3 robust standart xatolar

O'zgaruvchi	β	HC3 SE	z	p
Konstanta (O'zRTXB, 2016)	79,990	11,819	6,77	<0,001
O'zbektelekom FE	−65,045	8,092	−8,04	<0,001
Qizilqumsement FE	−101,691	19,445	−5,23	<0,001
ln(D/E)	−12,895	4,345	−2,97	0,003
Trend	1,606	0,847	1,90	0,058

Model statistikasi: N=30; R²=0,835; Adjusted R²=0,808; robust Wald F≈26,57; model p<0,001. Breusch–Pagan LM≈8,03 (p≈0,091) 5% darajada heteroskedastiklikni qat'iy tasdiqlamaydi, lekin kichik tanlama sabab HC3 saqlanadi. Ramsey RESET F≈2,31 (p≈0,142) funksional shaklning keskin noto'g'ri ekanini ko'rsatmaydi.

Kvadrant chastotalari

5-jadval. 10 yilda fond bozori orqali equity moliyalashtirish pozitsiyasi (yillar soni)

Jamiyat	I: Need+Attractive	II: Need+Weak	III: Growth equity	IV: Delay equity
Qizilqumsement AJ	0	0	3	7
O'zbektelekom AK	1	4	1	4
O'zRTXB AJ	10	0	0	0

Chastota tahlili moliyalashtirish usulini “bir marta tanlanadigan korporativ siyosat” emas, balki vaqt bo'yicha o'zgaruvchi holat sifatida

ko'rish zarurligini ko'rsatadi. O'zbektelekom ayniqsa bunga yaqqol misol: 2021-yilda past leverage-yuqori ROE tufayli growth-equity zonasini, 2025-yilda esa yuqori leverage-yuqori ROE tufayli deleveraging equity zonasiga o'tgan. Demak, bir xil korxona uchun ham optimal instrument turli yillarda o'zgaradi.

R dasturida reproduksiya

```
library(tidyverse)
library(lmtest)
library(sandwich)

d <- read.csv("stock_financing_panel.csv") %>%
  mutate(trend = year - 2016, logde = log(de))
med_de <- median(d$de, na.rm=TRUE)
med_roe <- median(d$roe, na.rm=TRUE)
d <- d %>% mutate(need = de >= med_de, attractive = roe >= med_roe,
  quadrant = case_when(need & attractive ~ "I", need & !attractive ~ "II",
    !need & attractive ~ "III", TRUE ~ "IV"))

m <- lm(roe ~ logde + trend + factor(firm), data=d)
coefest(m, vcov=vcovHC(m, type="HC3"))
bptest(m); resettest(m, power=2)

# Market-pricing gate
snapshot <- read.csv("market_snapshot_2026.csv") %>%
  mutate(PB = market_cap / equity_2025)
```

Qizilqumsegment: "arzon equity"dan qochish va bozor qiymatini tiklash

Qizilqumsegmentning 2016–2025 kapital tuzilmasi konservativ bo'lib, D/E doimo panel medianasidan past. Bunday emitent uchun fond bozoriga chiqish "qarzni almashtirish" zarurati bilan emas, yangi yirik investitsiya dasturi, korporativ boshqaruvni modernizatsiya qilish yoki aksiyadorlar bazasini kengaytirish bilan asoslanishi kerak. 2025-yil ROEning 0,03% va 2026-yil P/Bning 0,20 atrofida bo'lishi ayni vaqtda primary SPOni noqulay qiladi. Agar 1 trln so'mlik kapitalni P/B<1 sharoitida bozor narxida olishga urinishsa, chiqarilishi kerak bo'lgan aksiyalar soni yuqori bo'ladi; bu mavjud aksiyadorlar uchun katta iqtisodiy suyulishni anglatadi. Shuning uchun avval fundamental qiymat drayverlari — marja, quvvatdan foydalanish, energiya samaradorligi, dividend siyosati va investorlar bilan kommunikatsiya — tiklanishi lozim.

O'zbektelekom: bank leverageini primary equity bilan muvozanatlashtirish

O'zbektelekom kapital intensiv telekommunikatsiya infratuzilmasiga ega bo'lgani uchun uzoq muddatli qarz iqtisodiy jihatdan tabiiy. Muammo qarzning mavjudligi emas, balki kapital narxi va maturity riskning optimal darajadan oshishidir. 2025-yilda D/E=3,46 va ROE=19,50% bo'lishi, 2026 bozor snapshotida esa P/Bning 3,68 ga chiqishi aksiyaviy kapitalni premium bilan jalb qilish oynasini yaratadi. Taklif: primary SPOni ikki maqsadga bog'lash — (i) leverage targetga qaytish; (ii) 5G/fiber/data-center kabi ROIC>WACC loyihalarni moliyalashtirish. Agar davlat yoki boshqa yirik aksiyador bir vaqtning o'zida o'z ulushining bir qismini sotsa, offering ikki tranşga ajratilishi lozim: secondary tranş — free-float uchun, primary tranş — kompaniyaga real pul tushumi uchun.

O'zRTXB: yuqori bozor multiplikatori, ammo D/Ening noto'g'ri talqin xavfi

O'zRTXBda 2025-yil D/E=8,15 bo'lsa-da, bu bank qarzi bilan tenglashtirilmasligi kerak. 2025-yilda qisqa va uzoq muddatli bank kreditlari nol bo'lgan sharoitda yuqori leverage asosan hisob-kitob va operatsion majburiyatlarning katta balansiga bog'liq. Shuning uchun equity emissiyasi orqali "deleveraging" qilish iqtisodiy ma'noga ega emas: kompaniya avval mijoz/kliring mablag'lari, operatsion kreditorlik va haqiqiy foizli qarzni ring-fenced disclosure bilan ajratishi kerak. Shu bilan birga P/B≈7,07 va yuqori ROE market-timing nuqtai nazaridan

o'sish kapitalini kam dilutsiya bilan jalb qilish imkonini beradi. Aniq investitsion loyiha bo'lmasa, faqat "bozor qimmat baholayapti" degan sabab emissiya uchun yetarli emas.

Korporativ obligatsiya qachon ustun?

Aksiyalar emissiyasi doim eng arzon kapital emas. P/B past, aksiyalar likvidligi zaif yoki nazorat ulushi suyulishi strategik muammo bo'lsa, barqaror operatsion cash-flowga ega emitent korporativ obligatsiyani tanlashi mumkin. Bunda kupon stavkasi, kredit reytingi, debt-service coverage, valyuta nomuvofiqiligi va refinancing risk equity dilutsiyasi bilan bir xil modelda solishtiriladi. Fond bozori orqali qarz jalb qilish bank kreditini "avtomatik" almashtirmasligi, balki muddat va investor bazasini diversifikatsiya qilishi kerak.

Taklif etilayotgan 3 bosqichli metodologiya

Taklif etilayotgan metodologiya korxona kuzatuv kengashi yoki investitsiya qo'mitasi qarorini quyidagi ketma-ketlikda standartlashtiradi. Birinchi bosqich — MOLYAVIY ZARURAT: investitsiya gap, foizli qarz, D/E, Net debt/EBITDA, DSCR, qarz muddati va valyutasi baholanadi. Jami majburiyatlar foizli qarzdan alohida ochildi. Ikkinchi bosqich — FUNDAMENTAL JOZIBADORLIK: ROE, ROIC–WACC spread, FCF, dividend payout, audit sifati va disclosure baholanadi. Uchinchi bosqich — BOZOR NARXLASHI VA ABSORBSIYA: P/B, P/E, free-float, savdo turnoveri, bid–ask spread, investor bazasi va book-building natijasi tekshiriladi.

6-jadval.

Fond bozori instrumentini tanlash algoritmi

Holat	Asosiy signal	Ustuvor instrument	Izoh
A	D/E yuqori; ROE yuqori; P/B≥1	Primary SPO / rights issue	Deleveraging yoki yuqori NPVli loyiha; proceeds emitentga tushishi shart
B	D/E yuqori; ROE past	Avval restrukturizatsiya	Equityni past fundamental holatda chiqarish pricing discountni oshiradi
C	D/E past; ROE yuqori; P/B yuqori	Growth equity / strategic placement	Faqat ROIC>WACC va aniq investitsiya dasturi bilan
D	P/B<1	Obligatsiya / ichki mablag' emissiyani kechiktirish	Equity issuance dilutsiyasi qimmat; qarz sig'imi va cash-flow tekshiriladi
E	Mavjud aksiyador paketi sotiladi	Secondary SPO	Free-float/likvidlik; kompaniyaga yangi kapital bermaydi
F	Cash-flow barqaror; dilution istalmaydi	Korporativ obligatsiya	Kupon + rating + DSCR + maturity risk baholanadi

Emissiya hajmini optimallashtirish

Primary equity hajmi "qancha pul kerak?"dan tashqari target leverage va dilutsiya limiti bilan bir vaqtda aniqlanishi kerak. Agar maqsadli $D/E = D/E^*$ bo'lsa va majburiyatlar D o'zgarmas deb faraz qilinsa, kerakli yangi equity: $\Delta E = \max[0; D/(D/E^*) - E]$. Yangi aksiyalar soni $N_{new} = \Delta E/P_{issue}$; post-issue dilution = $N_{new}/(N_{old}+N_{new})$. Shu formula O'zbektelekomning indikativ ssenariysida target $D/E=2,5$ uchun $\Delta E \approx 1,169$ trln so'm va 10,6% atrofida post-issue dilutsiyani beradi. Kuzatuv kengashi bunday ssenariyni EPS dilution, dividend per share, WACC va pro-forma ROIC bilan birga tasdiqlashi lozim.

Primary va secondary tranşni birlashtirish

O'zbekiston bozorida privatizatsiya va free-floatni oshirish vazifalari

ko'pincha korporativ moliyalashtirish bilan bir vaqtda paydo bo'ladi. Eng samarali tuzilma "mixed offering" bo'lishi mumkin: masalan, offeringning bir qismi mavjud yirik aksiyadorning secondary aksiyalari, ikkinchi qismi esa kompaniya chiqaradigan yangi primary aksiyalar. Bu holda prospekt va investor prezentatsiyasida primary proceedsning aniq use-of-proceeds ko'rsatilishi zarur: qarzni qaytarish, CAPEX, data-center, energiya tejamkor texnologiya, raqamli platforma va h.k. Secondary proceeds esa emitent pul oqimiga kiritilmasligi kerak.

Post-issue monitoring

Emissiyadan keyingi 8 ta KPI tavsiya etiladi: (1) WACC; (2) ROIC-WACC; (3) Net debt/EBITDA; (4) DSCR; (5) EPS va dividend per share dilution; (6) free-float; (7) turnover ratio va bid-ask spread; (8) 12/24 oylik TSR. Agar primary SPOdan keyin leverage pasaysa-yu, ROIC WACCdan past qolsa, emissiya qiymat yaratmagan bo'ladi. Demak, fond bozori orqali moliyalashtirish muvaffaqiyati jalb qilingan summa bilan emas, risk-adjusted shareholder value bilan o'lanishi kerak.

Xulosa va takliflar (Выводы и предложения/Conclusion).

2016–2025-yillar bo'yicha uchta O'zbekiston aksiyadorlik jamiyatining panel tahlili fond bozori orqali moliyalashtirish uchun yagona universal instrument mavjud emasligini ko'rsatdi. Taklif etilgan metodologiya moliyaviy zarurat, fundamental jozibadorlik va bozor narxlashini ketma-ket bog'laydi hamda primary va secondary offeringni iqtisodiy mazmuniga ko'ra ajratadi. Bu ajratish ayniqsa muhim: existing-share SPO kapital bozori likvidligini oshiradi, ammo kompaniyaning investitsion kassasiga mablag' kiritmaydi; real moliyalashtirish faqat yangi qimmatli qog'oz chiqarilganda yuz beradi.

1. Qizilqumsegment uchun 2025–2026 kombinatsiyasi — D/E past, ROE juda past va P/B<1 — katta primary equity emissiyasini

asoslamaydi. Birinchi navbatda rentabellik va bozor qiymatini tiklash, keyin yuqori NPVli loyiha mavjud bo'lsa equity oynasini qayta baholash lozim. Qarz instrumenti tanlansa, cash-flow stress-test va foiz qoplash koeffitsientlari majburiy bo'lishi kerak.

2. O'zbektelekom uchun 2025-yildagi D/E=3,46 va ROE=19,50%, shuningdek 2026-yilgi P/B≈3,68 primary SPO/rights issue uchun eng kuchli kombinatsiyani beradi. Indikativ target D/E=2,5 ssenariysi taxminan 1,169 trln so'm yangi equity ehtiyojini ko'rsatadi. Offeringning secondary qismi bo'lsa, u kompaniya moliyalashtirishidan alohida hisobga olinishi kerak.

3. O'zRTXB uchun P/B va ROE juda yuqori, lekin D/Ening katta qismi foizli qarz emas. Shu sabab equity emissiyasi balans "qarzini" yopishga emas, aniq strategik o'sish loyihalari va free-floatni oshirishga yo'naltirilishi maqsadga muvofiq. Operatsion/kliring majburiyatlari va foizli qarzning alohida disclosure qilinishi investorlar uchun zarur.

4. Barcha AJlar uchun fond bozori moliyalashtirish qarori uchta gate orqali o'tishi tavsiya etiladi: Need gate (kapitalga real ehtiyoj), Value gate (ROIC>WACC va barqaror ROE), Market gate (P/B, likvidlik, free-float, book-building). Faqat uchala gate ijobiy bo'lgandagina primary equity issuance aksiyadorlar qiymatini oshirish ehtimoli yuqori.

Tadqiqot cheklavlari

Tarixiy ochiq ma'lumotlarda barcha yillar uchun free-float, kunlik turnover, bid-ask spread va yil oxiri bozor narxlarini bir xil formatda mavjud emasligi sabab ushbu ko'rsatkichlar 10 yillik panelga majburan imputatsiya qilinmadi. P/B faqat 2026-yil bozor snapshoti sifatida ishlatildi. Keyingi tadqiqotda kunlik savdo bazasi asosida Amihud illiquidity, turnover, volatility, event-study va emissiya oldi/keyingi CAR ko'rsatkichlarini Rda baholash metodologiyani yanada kuchaytiradi.

Foydalanilgan adabiyotlar (Литературы/References):

1. Modigliani, F., Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, 48(3), 261–297.
2. Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics, 13(2), 187–221.
3. Baker, M., Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. Journal of Finance, 57(1), 1–32.
4. Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. Journal of Finance, 53(1), 27–64.
5. Ritter, J.R., Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. Journal of Finance, 57(4), 1795–1828.
6. O'zbekiston Respublikasi Qonuni "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida", 18, 31, 35-moddalar (amaldagi tahrir). Lex.uz.
7. Respublika fond birjasi "Toshkent". Kotirovkalash varag'i to'g'risidagi nizom (2024-yil yangi tahrir, 2026-yilgi o'zgartirishlar bilan). Uzse.uz.
8. Istiqbolli loyihalar milliy agentligi. Kapital bozori ko'rsatkichlari va "Kapital bozori to'g'risida"gi qonun loyihasi bo'yicha ma'lumot, 2026.
9. OpenInfo. Qizilqumsegment AJ, O'zbektelekom AK va O'zRTXB AJning 2016–2025 yillik hisobotlari.
10. Respublika fond birjasi "Toshkent". QZSM, UZTL/UZTLP va URTS emitent kartalari hamda 19.08.2026 savdo narxlarini.