

# O‘ZBEKISTONNING AKSIYADORLIK JAMIYATLARIDA DIVIDEND SIYOSATINI ISHLAB CHIQUISH TAMOYILLARI

A.Shermuxeimedov<sup>1</sup> 

1. Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, Toshkent, O‘zbekiston.

Correspondence: Akmal Shermuxeimedov, Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, “Korporativ boshqaruv” kafedrasida katta o‘qituvchisi. e-mail: skazka.6313@gmail.com.

**Received:** 05 avgust 2023; **Accepted:** 21 avgust 2023; **Published:** 26 avgust 2023.

**Abstract:** Dividend siyosatining maqsadi foydaning iste‘mol qilingan va kapitallashtirilgan qismlari o‘rtasidagi optimal nisbatni aniqlashdan iborat bo‘lib, bu kelajakda aksiyadorlik jamiyatining strategik rivojlanishini ta‘minlaydi, uning bozor qiymatini maksimal darajada oshiradi va bozor qiymatini oshirishga qaratilgan aniq chora-tadbirlarni belgilaydigan ulushlardan iborat.

Dividend siyosatining maqsadi foydaning iste‘mol qilingan va kapitallashtirilgan qismlari o‘rtasidagi optimal nisbatni aniqlashdan iborat bo‘lib, bu kelajakda aksiyadorlik jamiyatning strategik rivojlanishini ta‘minlaydi, uning bozor qiymatini maksimal darajada oshiradi va bozor qiymatini oshirishga ajratilgan aniq chora-tadbirlarni belgilaydi. Boshqacha qilib aytganda, dividend siyosatining asosiy maqsadi foydani dividendlarni to‘lash va qayta investitsiya qilish uchun taqsimlash bo‘lib, bu kompaniyaning qiymatini maksimal darajada oshirish imkonini beradi.

O‘zbekiston Respublikasi aksiyadorlik jamiyatlarining dividendlar to‘lash siyosati beqarorligicha qolmoqda va kompaniyalarning moliyaviy axvoli va investitsiya imkoniyatlarini aks ettirmaydi. Birlashgan mulkka ega bo‘lgan kompaniyalarda dividend siyosati ko‘pchilik aksiyadorlarga bog‘liq bo‘lib, ularning manfaatlari atrof-muhitning noaniqligi, mulk xuquqlarining zaif ximoyasi va rivojlanmagan institutlar bilan bog‘liq.

**Keywords:** dividend, kompaniya, ulush, aktsiya, muddat, investitsiya, adolatlilik.

**Kirish.** Korporativ boshqaruv sifatining darajasi kompaniyaga investitsiya qilish imkoniyati to‘g‘risida qaror qabul qilishga ta‘sir qiladi va uning kapitallashuvining o‘ziga xos xususiyati hisoblanadi. 2023 yilda eng yirik 10 ta kompaniyalar va tijorat banklar aktsiyalari aholi uchun ochiq va shaffof savdoga chiqariladi. Uning xabarida Oliy Majlis, O‘zbekiston Respublikasi Prezidenti Sh.Mirziyoyev “Bugun ko‘nglimdagi bitta niyatimni sizlarga ochiq aytmoqchiman.

Mening katta niyatim – yurtdoshlarimiz orasida yuz minglab mulkdorlar, aksiyadorlar paydo bo‘lsin. Odamlarimiz o‘z omonatlarini investitsiya qilib, yuqori daromadlarga ega bo‘lsin.

Bu chinakam Xalq “Ay-Pi-O” (IPO) si bo‘lishiga ishonaman”, deydi davlat rahbari.

Ma‘lumki, dividend siyosati kompaniya raxbariyatining moliyalashtirish sohasidagi qarorlarining ajralmas qismi hisoblanadi. Kompaniyaning dividend siyosatining eng muhim jixati dividend to‘lovlari va uning rivojlanishi uchun kompaniyada qoladigan qismi o‘rtasidagi foyda taqsimotining optimal nisbatini topishdir.

## **Materiallar va usullar.**

O‘zbekiston Respublikasi aksiyadorlik jamiyatlarining dividend to‘lovlari siyosati beqaror bo‘lib qolmoqda va kompaniyalarning moliyaviy ahvoli va investitsiya imkoniyatlarini aks ettirmaydi. Kontsentrangan mulkka ega bo‘lgan kompaniyalarda dividend siyosati ko‘pchilik aksiyadorlarga bog‘liq bo‘lib, ularning manfaatlari atrof-muhitning noaniqligi, mulk huquqlarining zaif himoyasi va rivojlanmagan institutlar tomonidan shakllantiriladi.

Zamonaviy moliyaviy notinchlik bizni korporativ boshqaruv muammolariga e‘tibor berishga majbur qildi. Korporativ boshqaruv sifati darajasi kompaniyaga sarmoya kiritish imkoniyati to‘g‘risida qaror qabul qilishga ta‘sir qiladi, uning kapitallashuvining o‘ziga xos xususiyati hisoblanadi. Korporativ boshqaruvning muhim elementi kompaniyaning bozor qiymatini maksimal darajada oshirish uchun iste‘mol qilingan va kapitallashtirilgan foyda o‘rtasidagi nisbatlarni optimallashtirishga qaratilgan dividend siyosati hisoblanadi. Kompaniyalarning korporativ boshqaruv amaliyotini aksiyadorlarning

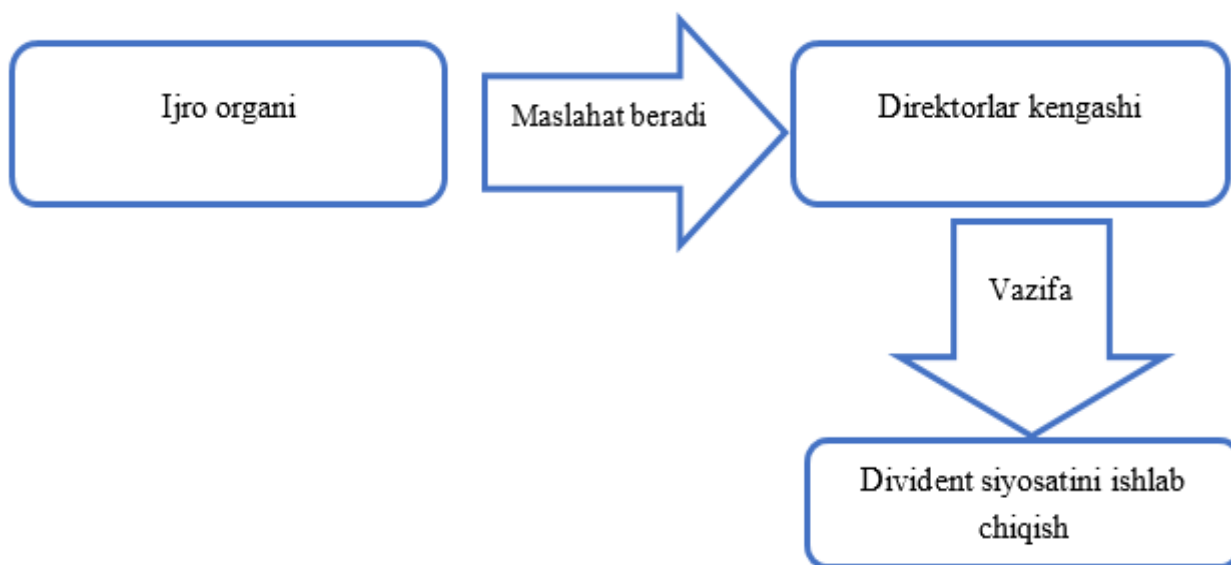
daromad olish xuquqi nuqtai nazaridan o'rganishda quyidagi jixatlar taxlil qilinadi:

- tasdiqlangan dividend siyosatining mavjudligi va ichki xujjatlarda dividendlar to'lash va dividendlar to'lash uchun ajratiladigan sof foydaning minimal ulushini hisoblash tamoyillarini belgilash;

- oddiy va imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividendlar to'lash amaliyoti;
- dividendlar tarixi.

Kompaniyaning dividend siyosatini rasmiylashtirish aksiyadorlarga dividend to'lovlarini bashorat qilish imkonini beradi. O'rganish jarayonida korxonalarda dividend siyosatini tartibga soluvchi xujjatlar mavjudligi ijobiy baxolandi. Dividend siyosatining asosiy maqsadi foydaning joriy iste'moli va uning kelajakdagi o'sishi o'rtasidagi zarur mutanosiblikni o'rnatish bo'lganligi sababli, bu investitsiyalarni moliyalashtirishni ta'minlaydi, shuning uchun dividend siyosati yordamida korxonaning bozor qiymatini maksimal darajada oshirish mumkin va strategik rivojlanishni ta'minlash.

Dividend siyosatining maqsadiga asosan, u korxonaning bozor qiymatini maksimal darajada oshirish uchun iste'mol qilingan va kapitallashtirilgan foyda o'rtasidagi nisbatni optimallashtirishdan iborat bo'lgan korxonaning umumiy moliyaviy siyosatining ajralmas qismi sifatida tushuniladi.



1-rasm. Direktorlar Kengashining dividend siyosatini ishlab chiqish bo'yicha ishi.

Rasmdagi ma'lumotlar shuni ko'rsatadiki, dividend siyosatini ishlab chiqish direktorlar Kengashi uchun muhim vazifa bo'lib, unga maslaxat berishda umuman ijro organi, xususan, moliya menejeri asosiy rol o'ynaydi.

Korxonalarining dividend siyosati quyidagi asosiy tamoyillarga asoslanadi:

- oshkorlik tamoyili, ya'ni dividend siyosatini amalga oshirishda ishtirok etuvchi tomonlarning majburiyatlari va mas'uliyati, shu jumladan dividendlar to'lash va miqdori to'g'risida qaror qabul qilish tartibi va shartlari to'g'risidagi ma'lumotlarni aniqlash va oshkor etishni anglatadi;

- o'z vaqtidalik tamoyili, dividendlarni to'lashda muddatlarni belgilashni nazarda tutadi;

- dividendlar to'lash va miqdori to'g'risida qaror faqat kompaniyaning real moliyaviy holatidan kelib chiqqan holda rivojlanish rejalari va investitsiya dasturlarini hisobga olgan holda ijobiy moliyaviy natijaga erishgan taqdirdagina qabul qilinishi mumkinligini nazarda tutadigan adolatlilik tamoyili;

- adolatlilik tamoyili, dividendlarni to'lash, miqdori va to'lash tartibi to'g'risida qabul qilingan qarorlar to'g'risida ma'lumot olishda aksiyadorlarning teng xuquqlarini ta'minlashni nazarda tutadi;

- dividend siyosatining tartib va tamoyillarini qat'iy amalga oshirishni nazarda tutuvchi izchillik tamoyili;

- korporativ boshqaruv tartib-qoidalarini takomillashtirish doirasida dividend siyosatini doimiy ravishda takomillashtirish va Kompaniyaning strategik maqsadlaridagi o'zgarishlar munosabati bilan uning qoidalarini qayta ko'rib chiqishni nazarda tutuvchi rivojlanish tamoyili;

- Barqarorlik tamoyili Kompaniyaning dividendlar to'lashning barqaror darajasini ta'minlash istagini bildiradi.

**Natijalar.**

Dividend siyosatining asosiy turlari va dividendlarni to'lash usullari Quyida keltirilgan.

1-jadval

**Dividend siyosatining asosiy turlari va dividendlarni to'lash usullari**

No	Dividend siyosatining turlari	Dividendlarni to'lash usullari
1.	Agressiv siyosat	A. Foydani doimiy foizda taqsimlash usuli B. Dividend to'lovlarining doimiy o'sishi metodologiyasi
2.	Mo'tadil siyosat	Kafolatlangan minimal va qo'shimcha dividendlarni to'lash metodikasi
3.	Konservativ siyosat	A. Qoldiq dividendlar metodologiyasi B. Belgilangan to'lov metodologiyasi

Jadvaldagi ma'lumotlar shuni ko'rsatadiki, dividend siyosatining asosiy turlari agressiv, mo'tadil va konservativdir. Ushbu turdagi siyosatda dividendlarni to'lashning o'ziga xos turlari mavjud. Keling, batafsil ko'rib chiqaylik.

Agressiv siyosat foydani doimiy foiz taqsimlash usuliga ega. Ushbu texnikaning mohiyati Dividend rentabelligi = const. Oddiy aktsiyalar bo'yicha dividendlarni to'lashga yo'naltirilgan Uzoq vaqt davomida sof daromadning barqaror foizini nazarda tutadi. Aktsiyaning bozor narxining o'sishiga xissa qo'shmaydi, chunki olingan dividendlar miqdorida tebranishlar bo'lishi mumkin. Ammo bu 1 oddiy aktsiyaga to'g'ri keladigan daromad biroz o'zgarib turadigan barqaror ishlaydigan tarmoqlar uchun qulaydir.

Ikkinchi usul dividend to'lovlarining doimiy o'sishi deb ataladi. Dividend ishlab chiqarish ko'rsatkichining rejalashtirilgan darajasida 1 ta aktsiyaga dividendni oshirish. Bu aktsiyalarning yuqori bozor qiymatini ta'minlash va potentsial investorlar o'rtasida ijobiy imidjni shakllantirish bilan birga, xar bir aktsiya uchun dividendlarning barqaror o'sishini ta'minlaydi.

Mo'tadil siyosat kafolatlangan minimal va ekstradividendlarni to'lash usulidan foydalanadi. Bir aktsiya uchun dividend = const, muntazam dividendlar uchun mukofot. U quyidagi tamoyillarga asoslanadi: xar bir aktsiya uchun belgilangan miqdorda dividendlarni doimiy, muntazam to'lash; eng muvaffaqiyatli ish davrida - belgilangan dividendlarga qo'shimcha ravishda navbatdan tashqari dividend to'lash. Bu eng muvozanatli usul, chunki dividendlarni to'lash barqarorligini ta'minlaydi va iqtisodiy o'sish davrida ularning qiymatini oshirishga imkon beradi va shu bilan aktsiyadorlarni rag'batlantiradi. Aktsiyalarning bozor qiymatidagi tebranishlarni yumshatishga yordam beradi.

Kompaniyaning dividendlarni to'lash amaliyotini baxolashda dividendlar qachon to'lanishi va ular e'lon qilinganda kompaniyalar dividendlar to'lash bo'yicha o'z majburiyatlarini qanchalik to'g'ri bajarishini hisobga oladi.

Ekstradividend - bu belgilangan stavkaning o'zgarishi bilan bog'liq bo'lmagan, muntazam dividendlar to'lashdan ortiqcha hisoblangan mukofot. Ushbu to'lov bir martalik. Uning roli aktsiyalarning Barqaror bozor qiymatini saqlash, Aktsiyadorlik jamiyati faoliyati va rivojlanish istiqbollari haqida ijobiy ma'lumotlarni yaratishdan iborat.

Konservativ siyosatda dividendlarni to'lashning quyidagi turlari mavjud:

1. Dividendning qoldiq usuli. Ushbu texnikaning mohiyati quyidagilardan iborat: Yilda dividend to'lovlari  $t = \text{Sof foyda} - \text{Investitsiya dasturlarini moliyalashtirish uchun zarur bo'lgan taqsimlanmagan foyda}$ . U investitsiya faolligining kuchayishi davrida, korporatsiya hayotiy siklining dastlabki bosqichlarida qo'llaniladi. Bu dividendlarni to'lash samarali investitsiya loyixalari moliyalashtirilgandan so'ng amalga oshirilishini nazarda tutadi. Agar loyixaniqng ichki daromadlilik darajasi WACC dan yoki moliyaviy rentabellik darajasidan yuqori bo'lsa, uni qo'llash tavsiya etiladi. Ushbu texnikani qo'llash Aktsiyadorlik jamiyatining yuqori iqtisodiy o'sish sur'atlarini ta'minlaydi, uning bozor qiymatini oshiradi.

Ushbu texnikaning kamchiliklari dividendlarni to'lashning keng doirasi, dividendlarni to'lashning tartibsizligi va aktsiyalarning bozor narxining pastligidir.

2. Belgilangan to'lovlar usuli. Bir aktsiya uchun dividend = const. Aktsiya baxosi dinamikasidan qat'iy nazar, Uzoq vaqt davomida 1 ta oddiy aktsiya bo'yicha dividendlar to'lashning muntazamligini ta'minlaydi. Odatda, turli moliyaviy institutlarning investitsiyalariga tayangan holda, past darajadagi xavfga ega korporatsiyalar tomonidan qo'llaniladi.

Afzalliklari aktsiya baxosidagi tebranishlarni yumshatish, qimmatli qog'ozlar bozorida barqaror kotirovka, aktsiyalarning yuqori likvidligi, aktsiyadorlar tomonidan joriy doimiy daromad

olish va Aktsiyadorlik jamiyatning barqaror bozor qiymati.

Ushbu texnikaning kamchiliklari - korporatsiyaning moliyaviy ko'rsatkichlari bilan keng zaif bog'liqlik, foyda keskin kamaygan taqdirda likvidlikning sezilarli darajada yomonlashishi extimoli.

Aktsiyadorlik jamiyati dividendlarni e'lon qilish va to'lash, shuningdek dividendlar to'lash to'g'risida qaror qabul qilishga xaqli emas, agar:

- ustav kapitali to'liq to'lanmagan;

- aktsiyadorlik jamiyatining sof aktivlarining qiymati uning ustav fondi va zaxira fondlari miqdoridan kam bo'lsa yoki dividendlar to'lash natijasida ularning miqdoridan kam bo'ladi.

Sarmoya kiritgan korxonalar aktsiyadorlari moliyaviy resurslar uning xarakterlarida, bir tomondan, oqilona manfaatdor dividend siyosati qoniqarli miqdorda dividendlar olish uchun, boshqa tomondan, maqsadga muvofiqdir, ishlab chiqarishni rivojlantirish siyosati bilan nuqtai nazarlari investitsiya daromadiningizni maksimal darajada oshirish.

Barcha korporativ tuzilmalarda optimal nisbatlarni izlash foyda taqsimoti dividendlar va rivojlanish bo'yicha quyidagilar belgilanadi:

- bir tomondan, daromadni ishlab chiqarishni rivojlantirishga yo'naltirish zarurati;

- boshqa tomondan, aktsiyadorlarning o'z daromadlarini maksimal darajada oshirish istagi.

Aktsiyadorlik jamiyati kapitallashtirishning o'sishini jamiyat aktsiyalaridan daromad olishda aktsiyadorlarning mulkiy manfaatlarini qondirishning asosiy usuli deb hisoblaydi. Dividend siyosatini amalga oshirish tartibi bosqichlarining mazmuni O'zbekiston Respublikasini 2-jadvalda ko'rish mumkin.

2-jadval

**O'zbekiston Respublikasida dividend siyosatini amalga oshirish tartibining bosqichlari**

Bosqichlar	Muayyan bosqichda protseduraning mazmuni
1	Kompaniyaning investitsiya imkoniyatlarini aniqlash, korxonaning to'lov qobiliyati darajasini, raqobatdosh kompaniyalarning dividendlar to'lash darajasini baxolash va boshqalar
2	Dividend siyosati turini tanlash (konservativ, mo'tadil, agressiv)
3	Tanlangan turdagi dividend siyosatiga muvofiq foyda taqsimoti.
4	Dividendlar to'lash darajasini va bir aktsiyaga to'lanadigan dividendlar miqdorini aniqlash
5	Dividendlarni to'lash shaklini aniqlash (pul mablag'lari, boshqa mol-mulk yoki o'z aktsiyalarini sotib olish)
6	Kompaniyaning bozor faolligi ko'rsatkichlari (bir aktsiya bo'yicha sof foyda, dividend to'lash koeffitsiyenti, aktsiyalar bo'yicha dividend daromadi va boshqalar) asosida dividend siyosatini taxlil qilish

Dividend siyosati aktsiyalarning bozor qiymatini oshirish maqsadida kompaniya olgan foydaning iste'mol qilingan va kapitallashtirilgan qismlari o'rtasidagi nisbatni optimallashtirishdan iborat.

Aktsiyadorlik jamiyatining dividend siyosati masalasini xal etishning zamirida dividendlarni to'lash yoki to'lamaslikning asosiy muammosini xal qilish yotadi. Dividend siyosati va ishlab chiqarishni rivojlantirish siyosati muammolari korxonalar ixtiyorida qoladigan sof foyda miqdoriga bog'liq. Sof foyda tadbirkorlikning, shu jumladan korxonaning investitsion faoliyatining moliyaviy manbai xisoblanadi.

Korporativ boshqaruvning muhim elementi kompaniyaning bozor qiymatini maksimal darajada oshirish uchun iste'mol qilingan va kapitallashtirilgan foyda o'rtasidagi nisbatni optimallashtirishga qaratilgan dividend siyosatidir.

Dividend siyosati, shuningdek, kapital tuzilmasini boshqarish kompaniyaning kapital bozorida mavqeiga, xususan, uning aktsiyalari narxining dinamikasiga sezilarli ta'sir ko'rsatadi. Dividendlar aktsiyadorlarning pul daromadlarini ifodalaydi va ma'lum darajada ularga pullarini aktsiyalariga qo'ygan kompaniya muvaffaqiyatli ishlayotganligidan dalolat beradi. Aktsiyadorlik jamiyatining dividend siyosatiga ko'ra dividendlar to'lash va ularning manbasini belgilash tartibi O'zbekiston Respublikasi qonun hujjatlari bilan tartibga solinadi. Dividendlarni to'lash manbai aktsiyadorlik jamiyatining o'tgan davrdagi sof foydasi hisoblanadi. Sof foyda yetarli bo'lmagan taqdirda imtiyozli aktsiyalar bo'yicha dividendlar o'tgan yillar foydasi hisobidan shu maqsadda maxsus tashkil etilgan mablag'lar hisobidan to'lanishi mumkin.

**Natijalarni muxokama qilish.**

Ma'lumki, dividendlar kompaniya sof foydasining bir qismi bo'lib, aktsiyadorlar o'rtasida ularga



tegishli aktsiyalar soni va turiga qarab taqsimlanadi. Boshqacha qilib aytganda, dividend - bu aktsiyadorlar o'z aktsiyalaridan oladigan foydaning bir qismi.

O'zbekiston Respublikasining «Aktsiyadorlik jamiyatlari va aktsiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida»gi qonuniga muvofiq dividend deganda aktsiyador (ishtirokchi) tashkilotdan soliq solishdan keyin olgan foydani taqsimlashda (shu jumladan, aktsiyadorlik jamiyatida) oladigan har qanday daromad tushuniladi. Aktsiyadorga (ishtirokchiga) tegishli bo'lgan imtiyozli aktsiyalar bo'yicha foizlar shakli, aktsiyalar (ulushlar), boshqa majburiy to'lovlar, boshqa aktsiyadorlar tomonidan taqsimlangan holda qayta investitsiyalar.

Dividend siyosatining mohiyati aylanmadan olingan va dividendlar shaklida to'langan foyda ulushi bilan biznesni kengaytirish uchun ajratilgan ulush o'rtasidagi optimal nisbatni tanlashdan iborat. Kompaniyaning dividend siyosatiga ta'sir etuvchi omillarning quyidagi guruxlarini ajratib ko'rsatishimiz mumkin:

1. Huquqiy cheklovlar.
2. Shartnoma xarakteridagi cheklovlar.
3. Likvidlikning yetarli emasligi sababli cheklovlar.
4. Ishlab chiqarishni kengaytirish bilan bog'liq cheklovlar.
5. Aktsiyadorlar manfaatlaridan kelib chiqadigan cheklovlar.
6. Reklama va moliyaviy cheklovlar.

Dividendlar ma'lum bir chastota bilan hisoblanadi va oddiy investorning ongida, qoida tariqasida, ular kompaniya tomonidan olingan foyda bilan bog'liq. Dividendlarni to'lash muddati va tartibi jamiyat ustavida yoki aktsiyadorlar umumiy yig'ilishining qarori bilan belgilanadi. Dividendlarni to'lash muddati bunday qaror qabul qilingan kundan boshlab 60 kundan oshmasligi kerak.

Dividend siyosati direktorlar Kengashi tomonidan shakllantiriladi. Kompaniyaning maqsadlariga va joriy prognoz qilingan vaziyatga qarab, kompaniyaning foydasi kompaniyaning aktivlariga qayta investitsiya qilinishi, taqsimlanmagan foydaga hisobdan chiqarilishi yoki dividendlar shaklida to'lanishi mumkin.

Dividend siyosati kompaniyaning umumiy moliyaviy maqsadi, ya'ni aktsiyadorlarning boyligini maksimal darajada oshirish nuqtai nazaridan ko'rib chiqiladi. Bu shuni anglatadiki, dividend siyosati bo'yicha qabul qilingan har qanday qaror aktsiyadorlar uchun eng yaxshi narsaga asoslanishi kerak.

Xulosalar.

Ilmiy adabiyotlarda dividend siyosatini shakllantirishning uchta asosiy modeli keng tarqaldi va juda mashxur bo'ldi. Dividend siyosatining u yoki bu modelini tanlash kompaniyani rivojlantirishning maqsad va vazifalari bilan belgilanadi. Keling, dividend siyosatining asosiy nazariyalarini ko'rib chiqaylik.

1. Qoldiq tamoyili bo'yicha dividendlarni hisoblash nazariyasi. Dividendning qoldiq nazariyasiga yoki dividendning ahamiyatsizligi nazariyasiga ko'ra, dividend siyosati na aktsiya narxiga, na uning ustav kapitali qiymatiga, na kompaniya qiymatiga ta'sir qilmaydi. Ushbu nazariyaning yaratuvchilari Nobel mukofoti laureatlari Merton Miller va Franko Modilyani edi. Ularning ta'kidlashicha, kompaniyaning qiymati faqat uning aktivlarining pul oqimlarini yaratish qobiliyati va ishbilarmonlik tavakkalchilik darajasi bilan belgilanadi, balki kompaniya aktivlarni ishlatish natijasida olingan foydani to'lash o'rtasida qanday taqsimlanishiga qarab emas, dividendlar va qayta investitsiyalar.

2. Modilyani va Miller ideal sharoitlarda dividend siyosati va kompaniya qiymati o'rtasidagi bog'liqlikni o'rganib chiqdilar:

- bozorni mukammallashtirish (soliqlar, kapitalni oshirish xarajatlari, tranzaktsiya xarajatlari yo'q; barcha ishtirokchilar uchun ma'lumotlardan adolatli foydalanish va boshqalar);
- dividendlar yoki kapital daromadlari o'rtasidagi tanlovning befarqligi;
- tashkilot investitsiya siyosatining moliyaviydan mustaqilligi va boshqalar.

Nazariya mualliflari mukammal bozordagi investorlarni uning o'ziga xos shakllari emas, balki faqat umumiy daromad qiziqtirishiga ishonishgan. Shunday qilib, har qanday dividend siyosati kompaniya qiymatiga va uning egalarining farovonligiga ta'sir qilmasdan bir xil natijalarga olib keladi.

Xususan, mulkdorlarning boyligi o'z kapitalining rentabelligi va joriy dividend to'lovlaridan tashkil topishi xammaga ma'lum. Agar kompaniyada yetarli miqdorda naqd pul bo'lsa va dividendlar to'lansa, egalarining boyligi olingan miqdorga ko'payadi. Shu bilan birga, aktiv balansidagi «Naqd pul» moddasi va majburiyatning «Kapital» bo'limi aynan bir xil miqdorda kamayadi. Shunday qilib, egalarining umumiy boyligi o'zgarmaydi. Agar dividend to'lovlarini moliyalashtirish uchun yangi aktsiyalar chiqarilsa, ularni sotish kompaniyaning o'z kapitali va qiymatini oshiradi.

Shu bilan birga, dividendlarni to'lash tashkilotning qiymatini bir xil miqdorda kamaytiradi. Agar kompaniya dividendlarni umuman to'lamasa va egalari naqd pulga mutoj bo'lsa, ular aktsiyalarning bir qismini boshqa investorlarga sotadilar, bu «uy qurilishi» dividendlariga tengdir. Bu nazariyaning F.Modilyani va M.Miller bir qancha farazlarini ilgari surdilar, xususan:

- soliqlar yo'q;
- Investorlar uchun dividendlar va sarmoyaviy daromadlarning tengligi;
- emissiya va tranzaksiya xarajatlari yo'q;
- axborotdan teng foydalanish va x.k.

O'tkazilgan taxlillarga ko'ra, F.Modilyani va M.Miller dividendlar miqdori aktsiyadorlarning umumiy boyligining o'zgarishiga ta'sir qilmaydi va aktsiyadorlarning umumiy boyligi kompaniyaning foyda olish qobiliyati bilan belgilanadi va ko'p jixatdan daromadning investitsiyalar va dividendlarga bo'linish nisbatiga emas, balki investitsiya siyosatining to'g'riligiga bog'liq.

Optimal dividend siyosati nazariyasiga ko'ra, korporatsiya qiymatini oshirish omili yo'q.

Yuqoridagilardan kelib chiqib, quyidagi xulosaga kelish mumkin: dividendlar barcha maqbul investitsiya loyixalari moliyalashtir qilgandan keyin qoldiq asosda hisoblab chiqilishi kerak.

Bizning fikrimizcha, mualliflar dastlabki binolarning haqiqiy emasligini hisobga olishmagan, masalan:

- ko'pgina mamlakatlarda dividendlar va kapitallashuvdan olingan daromadlar turli stavkalarda soliqqa tortiladi;

- qimmatli qog'ozlarni qo'shimcha chiqarish orqali kapitalni jalb qilish emissiya xarajatlari tufayli olingan foydani qayta investitsiya qilishdan ko'ra qimmatroqdir va xokazo.

## 2. Dividendlarni afzal ko'rish nazariyasi yoki «qo'lda jo'jalar».

Mualliflar Mayron Gordon va Jon Lintner tomonidan ishlab chiqilgan bu nazariya avvalgisiga qarama-qarshidir. Mualliflarning ta'kidlashicha, dividendlarni to'lash koeffitsiyenti oshishi bilan kapitalning qiymati pasayadi, chunki investorlar kapital daromadlarini dividendlardan ko'ra xavfliroq deb hisoblashadi: birinchisini nisbatan noaniq kelajakda va umumiy fond bozorida qulay sharoitlarda olish mumkin, ikkinchisi esa, - aktsiyadorlar tomonidan tegishli qaror qabul qilingandan keyin.

Aslini olganda, nazariya mualliflari investorlar kutilayotgan dividendlarning xar bir dollarini kapital daromadidan ko'ra yuqoriroq baxolaydilar, deb hisoblashgan, chunki dividend komponenti ularning aktsiyalari bo'yicha talab qilinadigan daromadlilikdir. Bu dalilning mohiyati mashxur maqolda yaxshi ta'riflangan: «Osmondagi turnadan ko'ra, qo'ldagi qush afzal».

Dividend siyosati aktsiyadorlarning umumiy boyligi qiymatiga ta'sir qiladi. Investorlar riskni minimallashtirish tamoyiliga asoslanib, xar doim kapitallashtirilgan daromaddan ko'ra joriy dividendlarni afzal ko'radilar, bu faqat aktsiyalar sotilgan taqdirda amalga oshirilishi mumkin.

Joriy dividend to'lovlari investorlarning ushbu kompaniyaga investitsiya qilishning maqsadga muvofiqligi va rentabelligi bo'yicha noaniqlik darajasini pasaytiradi. Shu sababli, aktsiyadorlar chegirma omili sifatida qo'llaniladigan investitsiyalar rentabelligining past darajasidan qoniqishadi, bu esa o'z kapitalining bozor qiymatining oshishiga olib keladi.

## 3. Soliq imtiyozlari nazariyasi.

Ushbu nazariya dividendlar olingandan so'ng darhol soliqqa tortilishini taxmin qiladi, kapital daromad solig'i esa faqat aktsiyalar yoki aktsiyalarni sotishda to'lanadi. Shunday qilib, kapital daromad solig'i nazariy jixatdan noma'lum muddatga kechiktirilishi mumkin.

Ushbu faktni hisobga olgan holda, mualliflar R. Litzenberger va K. Ramasvami nazariyani taklif qildilar, unga ko'ra, agar dividendlar kapital daromadidan yuqoriroq soliqqa tortilsa, kompaniya past darajadagi dividendlar to'lashi kerak. Boshqacha qilib aytganda, ushbu nazariyaga ko'ra, aktsiyadorlar uchun dividendlar emas, balki kapitallashtirilgan daromadlar ustuvor hisoblanadi, chunki kapitalizatsiyadan olingan daromad olingan dividendlarga qaraganda pastro stavkada soliqqa tortilgan.

Shuning uchun, agar ikkita kompaniya faqat foydani taqsimlashda farq qilsa, nisbatan yuqori dividendlar to'laydigan kompaniyaning aktsiyadorlari soliqqa tortishning kuchayishi tufayli yo'qotishlarni qoplash uchun xar bir aktsiya uchun ko'proq daromad olishni talab qilishlari kerak.

Shunday qilib, kompaniya uchun yuqori dividendlar to'lash foydasiz bo'lib, uning bozor qiymati foydadagi dividendlarning nisbatan past ulushida maksimal darajaga yetadi. Masalan, aktsiyadorlik jamiyatlarda 1982 yilga qadar dividendlar bo'yicha daromad solig'i stavkasi 70%, kapital qo'shimchalari bo'yicha esa 50% edi. 1982 yildan keyin soliq stavkalari kamaydi (mos ravishda 50% va 20%), 1986 yildan esa ular tenglashdi (28%). O'zbekiston Respublikasida 2002 yilgacha rezidentlar uchun

dividendlar bo'yicha soliq stavkasi 10 foizni, 2018 yildan boshlab esa 5 foizni tashkil etgan.

Mijoz ta'siri nazariyasiga ko'ra, kompaniya o'z aktsiyadorlari va bo'lajak investorlarning umidlari va afzalliklariga javob beradigan dividend siyosatini olib borishi kerak. O'z navbatida, investorlar odatda dividend siyosati investitsiyalari maqsadlariga eng mos keladigan kompaniyani tanlaydilar.

Xususan, dividendlardan joriy iste'mol maqsadlarida foydalanadigan investorlarning ayrim guruxlari kompaniya raxbariyati foydaning katta qismini dividendlar to'lash uchun ajratishni afzal ko'radi. Shu bilan birga, boshqa aktsiyadorlar va investorlar guruxlari, agar ular ma'lum bir davrda naqd pulga mutoj bo'lmasa, foydani qayta investitsiya qilishni afzal ko'rishlari mumkin va ular uchun dividendlar olish faqat kattaroq soliq yukiga olib keladi.

Shunday qilib, dividend siyosatini tanlashda kompaniya raxbariyati uning aktsiyadorlari manfaatlaridagi farqlarni hisobga olishi kerak. Agar asosiy aktsiyadorlar dividend olishdan manfaatdor bo'lsa, u holda kompaniya raxbariyati dividendlar to'lash to'g'risida qaror qabul qilishi va shunga muvofiq dividend siyosatini shakllantirishi kerak. Shu bilan birga, qabul qilingan dividendlar to'lash amaliyotiga rozi bo'lmagan aktsiyadorlarning ozchilik qismi o'z kapitalini boshqa kompaniyalarga qayta investitsiya qiladi va aktsiyadorlar tarkibi bir xil bo'ladi.

4. Barqaror miqdorda dividendlar to'lash siyosati ularning o'zgarmagan summasini uzoq vaqt davomida to'lashni o'z ichiga oladi, bu turli xolatlardan qat'iy nazar, aktsiyadorlar o'rtasida joriy daromadlar miqdorining o'zgarmasligiga ishonch xissini yaratadi, fond bozoridagi aktsiya narxining barqarorligini belgilaydi. Shu bilan birga, ushbu siyosatning amalga oshirilishi past daromadli davrda kompaniyaning investitsion faolligining pasayishiga olib kelishi mumkin. Ushbu salbiy oqibatlarga yo'l qo'ymaslik uchun dividendlar to'lashning barqaror xajmi nisbatan past darajada belgilanadi, bu esa ushbu turdagi dividend siyosatini konservativ deb tasniflaydi, kapitalning o'sish sur'atlarining yetarli emasligi sababli moliyaviy barqarorlikning pasayishi xavfini minimallashtiradi.

5. «Qo'shimcha dividendlar» siyosati yoki ma'lum bir davrda ustama bilan barqaror dividend siyosati. Ushbu siyosat avvalgisining ishlanmasi bo'lib, kompaniya muntazam ravishda belgilangan dividendlar to'laydi, deb taxmin qiladi, ammo odatda muvaffaqiyatli faoliyat olib borilgan taqdirda, vaqti-vaqti bilan aktsiyadorlarga qo'shimcha dividendlar (qo'shimcha dividendlar) to'lanadi va to'lovlar hozirgi davrda ularning keyingi to'lovlari anglatmaydi. Bundan tashqari, bu yerda mukofotning psixologik ta'siridan foydalanish tavsiya etiladi - uni tez-tez to'lamaslik kerak, chunki bu holda u kutiladi va qo'shimcha dividendlar to'lash siyosatining o'zi ma'nosiz bo'ladi. Bunday dividend siyosati sezilarli o'sishni kam, pasayishni kam birlashtirgan holda, foyda xulq-atvorining beqaror xarakteriga ega kompaniyalarda eng katta ta'sir ko'rsatadi.

Foyda miqdoriga nisbatan barqaror dividendlar darajasi siyosati. Ushbu turdagi dividend siyosatini amalga oshirish faqat barqaror daromadga ega bo'lgan yetuk kompaniyalar tomonidan amalga oshirilishi mumkin, chunki foyda miqdori ko'plab omillarga bog'liq va shuning uchun bozorda aktsiyalar qiymatining keskin o'zgarishiga olib kelishi mumkin bo'lgan taxmin qilish qiyin va kompaniyaning bozor qiymatini maksimal darajada oshirishga yo'l qo'ymaslik.

6. Xajmni doimiy ravishda oshirish siyosati dividendlar xar bir aktsiyaga to'lanadigan dividendlar darajasining barqaror o'sishini ta'minlaydi. Bunday siyosatni amalga oshirishda dividendlarning ko'payishi, qoida tariqasida, qoldiq davrda ularning xajmiga o'sishning belgilangan foizi doirasida sodir bo'ladi va aktsiyalarning yuqori bozor qiymatini ta'minlaydi, qo'shimcha daromadlar paydo bo'lganda potentsial investorlar o'rtasida ijobiy imidj yaratadi. Shu bilan birga, ushbu siyosatni amalga oshirish moliyaviy keskinlikning doimiy o'sishiga olib keladi: agar dividendlar to'lash koeffitsiyentining o'sish sur'ati oshsa (ya'ni dividendlar to'lash fondi foyda miqdoridan tezro o'sadigan bo'lsa), u holda kompaniyaning investitsiya faoliyati kamayadi va moliyaviy barqarorlik koeffitsiyentlari kamayadi (Ceteris paribus). Shuning uchun bunday dividend siyosatini amalga oshirish faqat xaqiqatan kam gullab-yashnagan kompaniyalar tomonidan amalga oshirilishi mumkin.

Bu har doim ham olingan foydadan maksimal dividend to'lashni anglatmaydi, chunki kompaniyaning o'zida dividendlardan foydalanish aktsiyadorlar uchun foydaliroq bo'lishi mumkin. Axborot qiymati tufayli o'z aktsiyalarini birjalarga joylashtirmoqchi bo'lgan kompaniyalar uchun dividend siyosati bundan ham muhimroqdir. Bunday holda, siyosat potentsial aktsiyadorlarga qanday foyda va qanday qilib olishlari mumkinligi haqida signal beradi.

Agar aktsiyadorlik jamiyati dinamik rivojlansa, unga ko'proq resurslar kerak bo'ladi. Aksariyat hollarda kompaniya mablag'larning surunkali taqchilligi bo'lmasa, ularning ma'lum bir taqchilligini boshdan kechiradi, ammo dividend to'lovlari shaklida mablag'larni davriy ravishda keng miqyosda olib qo'yilishi muqobil moliyalashtirish manbalarini izlashni talab qiladi.

Shu bilan birga, sof foydani kapitallashtirish deganda uni ishlab chiqarishni rivojlantirish uchun foydalanish, investitsiyalardan olingan sof pul oqimini qayta investitsiyalash, yangi aktsiyalar ko'rinishidagi dividendlar to'lash, depozit foizlari miqdorini depozitni ko'paytirishga yo'naltirish va hokazolar tushuniladi. Qayd etish joizki, foydani qayta investitsiyalash yangi aktsiyalarni chiqarishga nisbatan kompaniyani moliyalashtirishning nisbatan arzon shakli bo'lib, uning faoliyati ustidan mulkdorlar nazoratining mavjud tizimini saqlab qolish imkonini beradi. Kapitallashtirilgan foyda miqdorining o'sishi korxonaning mulkiy holatining o'sishini, o'z mablag'larining ko'payishini ko'rsatadi.



**2-Rasm. Kompaniyaning dividend siyosatining aksiyadorlar farovonligiga ta'siri**

Foydaning iste'mol qilingan va kapitallashtirilgan qismlari o'rtasidagi nisbatni aniqlashda quyidagi omillar hisobga olinadi:

- dividendlar to'lash tartibini tartibga soluvchi normativ hujjatlar;
- bepul naqd pulning mavjudligi;
- boshqa manbalardan mablag'larni jalb qilishning mavjudligi va ularning narxi;
- aksiyadorlarning manfaatlari.

Foydaning mulkdorlartomonidan olib qo'yilmagan qism kompaniya faoliyatini moliyalashtirishning ichki manbai hisoblanadi, shuning uchun dividend siyosati kompaniya tomonidan jalb qilingan tashqi moliyalashtirish manbalari miqdoriga sezilarli ta'sir ko'rsatishi aniq.

Jahon savdo tashkilotiga a'zo bo'lish bo'yicha asosiy muzokaralarni yakunlab, ichki qonunchilikni moslashtirish, yangi standartlarni joriy etish ishlari jadallashtiriladi.

O'zbekistonda 612 ta aksiyadorlik jamiyati qoldi, biroq aktsiyalar chiqarilish hajmi 178,3 trln. so'mgacha oshdi.

Dividend siyosati korxonaning umumiy moliyaviy siyosatining ajralmas qismi bo'lib, u korxonaning bozor qiymatini maksimal darajada oshirish uchun iste'mol qilingan va kapitallashtirilgan foyda o'rtasidagi nisbatni optimallashtirishdan iborat. Dividend siyosati kompaniyaning umumiy moliyaviy maqsadi, ya'ni aksiyadorlarning boyligini maksimal darajada oshirish nuqtai nazaridan ko'rib chiqiladi. Bu shuni anglatadiki, dividend siyosati bo'yicha qabul qilingan har qanday qaror aksiyadorlar uchun eng yaxshisiga asoslanishi kerak. Bu har doim ham olingan foydadan maksimal dividend to'lashni anglatmaydi, chunki kompaniyaning o'zida dividendlardan foydalanish aksiyadorlar uchun foydaliroq bo'lishi mumkin.

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining Farmoni, 28 yanvar 2022 yildagi PF-60-sonli farmoniga asosan 2022 — 2026 yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi, 2015 yil 24-apreldagi "Aksiyadorlik jamiyatlarida zamonaviy korporativ boshqaruv uslublarini joriy etish chora-tadbirlari to'g'risida"gi PF-4720-son, 2018 yil 21-sentyabrdagi "2019-2021 yillarda O'zbekiston Respublikasini innovatsion rivojlantirish strategiyasini tasdiqlash to'g'risida"gi PF-5544-son farmonlari, 2015 yil 21-dekabrda "Aksiyadorlik jamiyatlariga xorijiy investorlarni jalb etishga doir qo'shimcha chora-tadbirlar to'g'risida"gi PQ-2454-son qarori xamda mazkur sohaga tegishli boshqa me'yoriy-xuquqiy hujjatlarda belgilangan vazifalarni amalga oshirishda ushbu tadqiqot muayyan darajada xizmat qiladi.



O'zbekistonda so'nggi yillarda korporativ boshqaruv tizimidagi yondashuvlarni tubdan o'zgartirish, boshqaruvning adolatlilik javobgarlik, shaffoflik va xisobdorlik kabi xalqaro e'tirof etilgan tamoyillariga amal qilish, xorijiy investitsiyalarni keng jalb qilish, mamlakat raqobatbardoshligini mustaxkamlash, oshirish jarayonlarini jadallashtirish borasida keng ko'lamli islohotlar amalga oshirilyapti.

#### **Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati**

1. Терешина Н.П., Сорокина А.В. Корпоративное управление: Учебное пособие. –М.: МГУПС (МИИТ), 2014. – 218 с.
2. Бурков В.Н., Дорохин В.В., Тихомиров Е.Ф. Финансовый менеджмент: Управление финансами предприятия. Учебное пособие. М.: Academia, 2013
3. Темиров А. А. Дивидендлар ва дивиденд сиёсати: Учебное пособие. – ТОШКЕНТ. ТГЭУ 2021. –160 с. [2].
4. Shermuxamedov A. Необходимость цифровой оценки акций компании в пандемическом состоянии //Архив научных исследований. – 2020. – Т. 35.
5. Muxtorxon Tashxodjayeв, Muyassar Umarxodjayeва, Akmal Shermuxamedov, Kayumova Mekhribonu. Корпортив маданият: Учебное пособие. - «Innovatsion rivojlanish nashriyoti - matbaa uyi» 2022. – 221 с.
6. Shermuxamedov, Akmal. «МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ КЛАСТЕРАМИ СЕЛЬСКОГО ХОЗЯЙСТВА В УЗБЕКИСТАНЕ.» Архив научных исследований (2021).
7. Шермухамедов А. К. АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИДА ДИВИДЕНД СИЁСАТИНИ ИШЛАБ ЧИҚИШ ТАМОЙИЛЛАРИ ВА ТАШКИЛ ЭТИШ //RESEARCH AND EDUCATION. – 2023. – Т. 2. – №. 5. – С. 60-77.
8. Шермухамедов А. К. МЕХАНИЗМЫ ЭФФЕКТИВНОГО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ АКЦИОНЕРНЫМИ ОБЩЕСТВАМИ //АСПИРАНТ Учредители: ООО» Приоритет». – №. 8. – С. 64-68.
9. Введение в корпоративное управление А.К.Шермухамедов «Innovatsion rivojlanish nashriyoti - matbaa uyi» 1, 360
10. Shermukhamedov A. K. Factors Affecting the Cluster Management Mechanism Agriculture //Экономика и финансы (УКРАИНА). – 2018. – №. 9. – С. 132-136.