

## AKSIYADORLIK JAMIYATLARINING DIVIDEND SIYOSATI VA UNI KORXONANING BOZOR QIYMATIGA TA'SIRI

*Egamberdiyev Javdat Mahmud o'g'li*

*O'zbekiston Respublikasi*

*Vazirlar Mahkamasi huzuridagi*

*Biznes va tadbirkorlik oliy maktabi*

### Annotatsiya

*Maqolada aksiyadorlik jamiyatlarining dividend siyosati va uning korxonaga bozor qiymatiga ta'siri tahlil qilinadi va berilgan muammo yuzasidan statistik tadqiqotlar o'tkazadi. Maqolaning tadqiqot ob'yekti sifati "O'zbekiston metallurgiya kombinati" aksiyadorlik jamiyati tanlab olingan.*

*В статье анализируется дивидендная политика акционерных обществ и ее влияние на рыночную стоимость предприятия, проводится статистическое исследование по данной проблеме. В качестве объекта исследования статьи выбрано акционерное общество «Узбекский металлургический комбинат».*

*The article analyzes the dividend policy of joint-stock companies and its impact on the market value of an enterprise, conducts a statistical study on this issue. The joint-stock company "Uzbek Metallurgical Plant" was chosen as the object of study of the article.*

Mamlakatimizda kapital bozorini rivojlantirish iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilishni kengaytirishda muhim rol o'ynaydi. Kapital bozorining rivojlanishi korporativ tuzilmalarga kapital jalb qilishda bank kreditlariga muqobil variant sifatida uzoq muddatli moliyaviy instrumentlardan foydalanish imkonini beradi.

Shuningdek, xalqaro kapital bozorida ishtirok etish orqali arzon moliyaviy resurslar jalb qilishga xizmat qiladi. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 28-yanvardagi "2022—2026-yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to'g'risida"gi PF-60-sonli Farmonining 27-maqsadida Iqtisodiyotda moliyaviy resurslarni ko'paytirish maqsadida, kelgusi 5 yilda fond

bozori aylanmasini 200 million AQSh dollaridan 7 milliard AQSh dollariga yetkazish belgilandi.

Mamlakatimizda kapital harakatni bosqichma-bosqich erkinlashtirish hamda yirik korxonalarni va ulardagi ulushlarni (aksiyalarni), shu jumladan fond birjasi orqali xususiylashtirish hamda Davlat ulushiga ega tijorat banklarida transformatsiya jarayonlarini yakunlab, 2026-yil yakuniga qadar bank aktivlarida xususiy sektor ulushini 60 foizgacha yetkazishga reja qilindi.

Kapital bozorini rivojlantirish uchun albatta korxonalarining olib borayotgan dividend siyosati, aksiyadorlarga to‘lanayotgan dividend pullari va aksiyalarning likvidlik darajalari muhim o‘rin kasb etadi. 2023-yil 24-martdagi O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining Davlat aktivlarini boshqarish agentligi faoliyatini samarali tashkil etish chora-tadbirlari to‘g‘risi PQ-101-son qarorida 2023-yil 1-iyuldan boshlab davlat ishtirokidagi korxonalarda zamonaviy korporativ boshqaruv tizimini joriy qilish, ularning faoliyat samaradorligini oshirish va dividend siyosatini takomillashtirish maqsadida davlat ishtirokidagi korxonalarining rahbari va uning o‘rinbosarlarini tayinlash (saylash) tanlov asosida amalga oshirish hamda davlat ulushi bo‘yicha dividend miqdori korxonaning investitsiya loyihalari, biznes-reja ko‘rsatkichlari va moliyaviy holatidan kelib chiqqan holda davlat ishtirokidagi korxonalarining davlat ulushi bo‘yicha saylangan kuzatuv kengashi a‘zolari tomonidan Davlat aktivlarini boshqarish agentligi bilan kelishilgan holda aksiyadorlar (ishtirokchilar) umumiy yig‘ilishiga tavsiya etilishi belgilandi.

Dividend siyosati – bu kompaniyaning aksiyadorlarga dividendlar to‘lashi kerak bo‘lgan foydani qo‘llash sohasidagi siyosati bo‘lib, u daromadni to‘liq to‘lash yoki undan keyinchalik daromad olish maqsadida daromadni qayta investitsiyalash bilan bog‘liq bo‘lgan harakatlari majmuidir. Aksiyadorlik jamiyatining dividend siyosatiga muvofiq, dividendlarni to‘lashni va ularning manbasini belgilovchi tartib O‘zbekiston Respublikasi qonunchiligi bilan tartibga solinadi. Dividendlarni to‘lash manbai – o‘tgan davr uchun aksiyadorlik jamiyatining sof foydasi bo‘lib hisoblanadi.

O‘zbekiston Respublikasida aksiyadorlik jamiyatining dividend siyosatiga muvofiq, dividendlarni to‘lashni va ularning manbasini belgilovchi tartib mamlakat qonunchiligi bilan tartibga solinadi. O‘zbekiston Respublikasining 2014-yil 6-maydagi “Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to‘g‘risida”gi O‘RQ-370-son Qonuninig 48-moddasida “Dividend jamiyat sof foydasining aksiyadorlar o‘rtasida taqsimlanadigan qismidir. Jamiyat aksiyalarning har bir turi bo‘yicha e‘lon qilingan dividendlarni to‘lashi shart. Dividend aksiyadorlarning umumiy yig‘ilishi qaroriga ko‘ra pul mablag‘lari yoki boshqa qonuniy to‘lov vositalari yoxud jamiyatning qimmatli qog‘ozlari bilan to‘lanishi mumkin” deb belgilangan.

Dividend siyosati kompaniyaning aksiyadorlarga dividendlar to‘lashi kerak bo‘lgan foydani qo‘llash sohasidagi siyosati bo‘lib, u daromadni to‘liq to‘lash yoki undan keyinchalik daromad olish maqsadida daromadni qayta investitsiyalash bilan bog‘liq bo‘lgan harakatlari majmuidir.

Dividendlarni to‘lash manbai bo‘lib o‘tgan davr uchun aksiyadorlik jamiyatining sof foydasi hisoblanadi. Agar kompaniyalar sof (taqsimlanmagan) foyda bo‘lmasa, imtiyozli aksiyalar bo‘yicha dividendlar o‘tgan yillardagi taqsimlanmagan foydadan ushbu maqsad uchun maxsus yaratilgan zaxira mablag‘laridan to‘lanadi.

O‘zbekiston Respublikasi qonunchiligiga muvofiq, dividend aksiyaning nominal qiymatiga nisbatan foizda yoki har bir aksiya uchun so‘mda belgilanadi. Dividendlarni to‘lash quyidagi shaklda amalga oshirilishi mumkin:

1. Dividendlar to‘lashning pul shakli – masalan, kassadan naqd pul, plastik karochka, to‘lov topshirig‘i, pochta orqali to‘lash. Bu holda dividendlar miqdorini aniqlash uchun turli xil variantlar qo‘llaniladi.

2. Boshqa (mol-mulk) shaklda, agar u kompaniyaning Ustavida nazarda tutilgan bo‘lsa, xususan aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar, obligatsiyalar, tovarlar ko‘rinishida beriladi.

Dividendlarning darajasi, dinamikasi va to‘lov barqarorligi kompaniyaning iqtisodiy salohiyati, moliyaviy imkoniyatlari, investitsiya jozibadorligini boshqarish

muhim omillaridan biri hisoblanadi. Dividend siyosati kapital tuzilmani boshqarish kabi, kompaniyaning kapital bozoridagi mavqeiga, xususan, uning aksiyalari narx dinamikasiga sezilarli ta'sir ko'rsatadi. Dividendlar aksiyadorlarning pul daromadlarini ifodalaydi va ma'lum darajada ularga o'z mablag'larini investitsiya qilgan shaxslar uchun aksiyadorlik jamiyatining muvaffaqiyatli ishlayotganligini ko'rsatib beradi.

Dividendlar muayyan davr bilan hisoblab chiqiladi va odatda, aksiyadorlik jamiyati tomonidan erishilgan foydaga bog'liq. Shu nuqtayi nazardan, hisobot davridagi daromadni taqsimlashning soddalashtirilgan sxemasi quyidagicha ifodalanishi mumkin:

- daromadning bir qismi dividendlar shaklida to'lanadi,
- qolgan qismi kompaniya aktivlariga qayta investitsiyalanadi.

2023 yil 2-sentabrdagi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining Kapital bozorini rivojlantirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida PQ-291-son qarorida Minoritar aksiyadorlar va investorlar huquqlarini himoya qilish hamda ularni kapital bozoriga jalb etishni rag'batlantirish maqsadida davlat ulushi 50 foiz va undan yuqori bo'lgan korxonalarining aksiyalari fond bozorida ommaviy taklif qilish orqali joylashtirilgandan so'ng kamida yetti yil davomida mazkur korxonalar sof foydasining kamida **30 foizi dividend to'lashga yo'naltirilish** belgilandi (bundan qonun hujjatlarida belgilangan cheklovlar mustasno).

Dividendlarni to'lash yoki to'lamaslik to'g'risidagi qaror "dividend siyosati" atamasi bilan tavsiflanadi. L.But va V.S. Cleary dividend siyosatini-taqsimlanadigan foyda foizini va uning ichki ehtiyojlarini qondirish uchun saqlanadigan qismini aniqlashni o'z ichiga olgan yaxshi rejalashtirilgan boshqaruv qarori sifatida belgilaydi. Aksiyadorlik jamiyatlarining dividend siyosati to'g'risidagi qarorlari korporativ moliyaviy siyosatning asosiy elementidir.

Dividend siyosatining maqsadi aksiyadorlarning daromadini maksimal darajada oshirish bo'lib, bu ham joriy dividendlar, ham kapital o'sishi bilan bog'liqdir.

Optimal dividend siyosati - bu kompaniya aksiyalarining qiymatini maksimal darajada oshirish; bu aksiyadorlar kapitalini maksimal darajada oshirishga olib keladi va shu bilan tez iqtisodiy o'sishni ta'minlaydi. Dividend siyosati korporativ moliya sohasidagi muntazamlikni o'rganish uchun asosdir. Yillar mobaynida ko'plab moliyachi olimlar dividendlarni o'rganish ob'yekti sifatida korxonalar aksiyalarining investitsiya jozibadorligini aniqlashning muhim omillaridan biri sifatida tanladilar. Xalqaro fond bozorlarida "dividend strategiyasi" deb ataladigan usullar keng tarqalgan. Potensial investorlar dividend strategiyasining bir qismi sifatida kompaniya tomonidan dividendlar to'lashiga tayanadilar. Qimmatli qog'ozlar bozorlari beqarorlik bilan ajralib turishi sababli, dividend strategiyalarining samaradorligi shubha ostiga olinadi.

Dividendlarni to'lashdagi o'zgarishlar aksiyalarning bozor qiymatiga sezilarli ta'sir ko'rsatishi mumkin, investorlar kelajakdagi dividendlar bo'yicha qarorlarni iloji boricha aniqroq bashorat qilishdan manfaatdor bo'ladilar.

Prognoz sifatini oshirish uchun dividend siyosatini tanlashda nafaqat jamiyat boshqaruvi tomonidan e'lon qilingan ko'rsatmalardan, balki kompaniyaning turli xususiyatlaridan, shu jumladan uning moliyaviy ko'rsatkichlari va aksiyadorlik kapitali tuzilishidan ham foydalanish tavsiya etiladi.

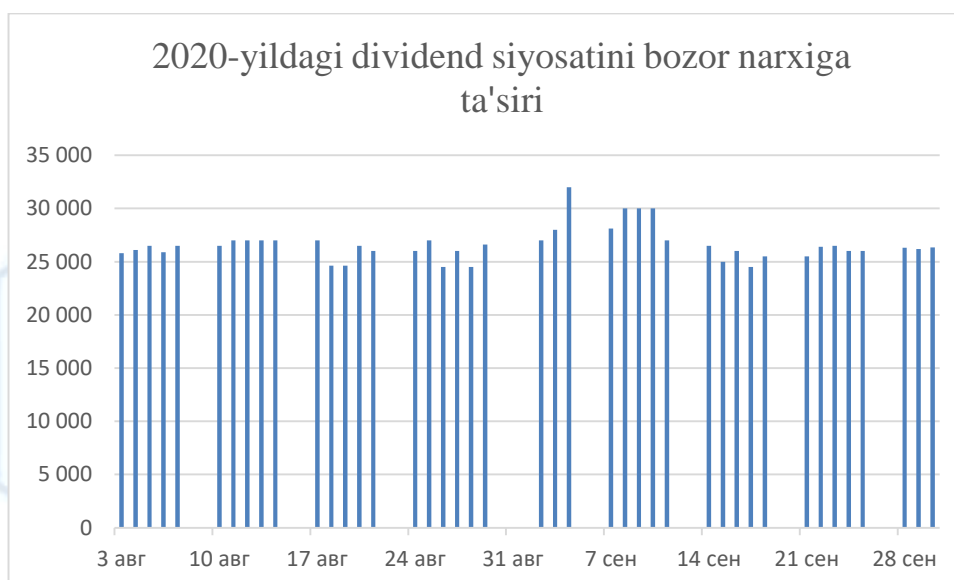
Muammoning rivojlanish darajasi. Iqtisodiyot nazariyasida korxonalarining dividendlarini to'lashga bag'ishlangan turli xil adabiyotlar mavjud. Ularning barchasi rivojlangan bozorlarda qayta-qayta empirik va ekonometrik testlardan o'tkazilgan, natijada ular tasdiqlangan yoki rad etilgan. Boshqacha qilib aytadigan bo'lsak, dividendlar to'lash fakti va dividendlar miqdori to'g'risida qaror qabul qilishda korxonalar menejerlarini aynan nima undayapti, degan savol ochiqligicha qolmoqda. Masalan, Merton Miller va Franko Modigliani 1961 yilda nashr etilgan tadqiqot natijalarida dividend siyosatining kompaniya qiymatiga nisbatan ahamiyatsizligi aytilgan edi. Boshqalar esa [J. J. Lintner - 1956, B. Graham va D. Dodd - 1951, R. Litzenberger va K. Ramasvami - 1982] dividendlar to'lash va korxonalar qiymati o'rtasida bog'liqlik borligiga ishonishga moyildirlar.

Dividend siyosatining mazmunini, uning kompaniyaning qiymatiga ta'sirini, zamonaviy moliya fanida investitsiya va moliyaviy qarorlarni o'rganishga katta e'tibor qaratilmoqda. Ilmiy adabiyotlarda dividendlar siyosatini shakllantirishning asosiy modellari keng tarqalgan va mashhur bo'lib kelgan. Dividendlarning ahamiyasizligi nazariyasiga ko'ra, korxonaning bozor qiymati to'g'ridan-to'g'ri aktivlarining rentabelligi va uning investitsiya siyosati bilan belgilanadi. Dividendlar afzalligi nazariyasi, aksiyadorlik jamiyatining dividend siyosati, aksincha, kapital daromadlariga sezilarli ta'sir ko'rsatadigan postulatsiyadan kelib chiqadi.

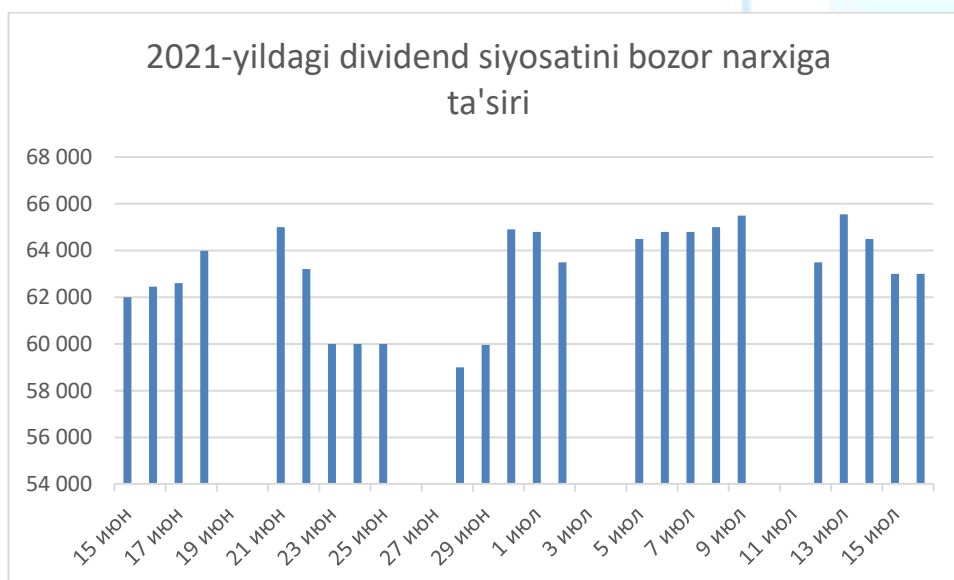
Ushbu yuqorida ko'rilgan ikki nazariya asosida biz ham tanlab olingan bir korxonada dividend siyosatini uning aksiyalari bozor narxiga ta'sirini ko'rib chiqamiz. Tadqiqot ob'yekti sifatida "O'zmetkombinat" AJni tanlab oldik. Bu jamiyatni tanlab olishimizning asosiy sababi "Toshkent" RFB fond bozorida 2022-yilda tuzilgan bitimlar soni bo'yicha eng yuqori natijani «O'zmetkombinat» AJ /UZMK/ oddiya aksiyalari ko'rsatdi, emitentning oddiy aksiyalari bilan tuzilgan bitimlar umumiy birjada tuzilgan bitimlar sonining 15,48% ni tashkil etgani hamda oxirgi besh yil mobaynida muntazam ravishda dividend to'lab kelgani bo'ldi.

Tadqiqotimizda "O'zmetkombinat" AJning 2020-2022 yillar oralig'ida olib borgan dividend siyosatini uning qimmatli qog'ozlari bozor narxiga ta'sirini ko'rib chiqamiz.

2020-yilda "O'zmetkombinat" AJ 2019-yil yakunlari bo'yicha o'tkazilgan kuzatuv kengashi majlisi bayonida aksiyadorlarning umumiy yig'ishi kun tartibiga olingan **352 569 481 ming** so'm sof foydaning 50 foizi ya'ni **176 284 740 ming** so'm, har bir oddiy aksiyaga 4062,86 so'm va har bir imtiyozli aksiyaga esa 300 so'm miqdorda dividend to'lash taklifi berilgan. Ushbu muhim fakt fond bozorida "O'zmetkombinat" AJning aksiyalari baxosini quyidagicha o'zgarishiga olib kelgan.



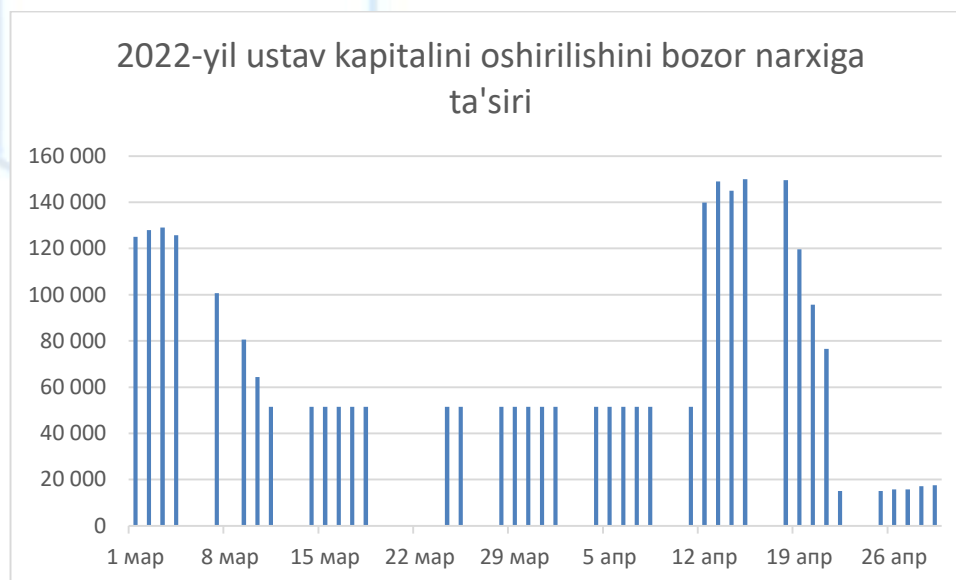
2021-yilda “O‘zmetkombinat” AJ 2020-yil yakunlari bo‘yicha olingan **220 274 748 ming** so‘m sof foydaning 75 foizi ya’ni **165 206 061 ming** so‘m har bir oddiy aksiyaga 3807,13 so‘m va har bir imtiyozli aksiyaga esa 300 so‘m miqdorda dividend to‘lash qarori qabul qilingan.



2022-yilda “O‘zmetkombinat” AJ 2021-yil yakunlari bo‘yicha olingan sof foyda hamda o‘tgan yillardagi taqsimlanagan foydaning 100 foizi ya’ni **2 308 787 013 787,94** so‘m (dividend solig‘ini chegirgan holda) ustav fondini uning

o'z kapitali hisobidan ko'paytirishda qo'shimcha aksiyalar barcha aksiyadorlar o'rtasida taqsimlanish yo'li bilan ko'paytirildi.

Ushbu hodisa ham fond bozoriga o'z ta'sirini ko'rsatmay qolmadi va qanday ta'sir etganini esa quyida berilgan diagrammada ko'rish mumkin.



Yuqoridagi tahlillarga ko'ra shuni ayta olamizki dividend siyosati korxonalar aksiyalarining bozor narxiga jadal ta'siri faqatgina dividend berilish vaqtigagina ta'sir etib, dividend olish huquqini beruchi aksiyadorlarning umumiy reyestiri shakllantirilgan sanadan keyin esa avvalgi narxga qaytganini kiuzatishimiz mumkin.

Dividend siyosatining mazmunini, uning kompaniyaning qiymatiga ta'sirini, zamonaviy moliya fanida investitsiya va moliyaviy qarorlarni o'rganishga kata e'tibor qaratilmoqda. Ilmiy adabiyotlarda dividendlar siyosatini shakllantirishning uchta asosiy modellari keng tarqalgan va mashhur bo'lib kelgan. Dividendlarning ahamiyasizligi nazariyasiga ko'ra, korxonaning bozor qiymati to'g'ridan-to'g'ri aktivlarining rentabelligi va uning investitsiya siyosati bilan belgilanadi.

Dividendlar afzalligi nazariyasi, aksiyadorlik jamiyatining dividend siyosati, aksincha, kapital daromadlariga sezilarli ta'sir ko'rsatadigan postulatsiyadan kelib chiqadi.