

## АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИДА ДИВИДЕНД СИЁСАТИНИ ИШЛАБ ЧИҚИШ ТАМОЙИЛЛАРИ ВА ТАШКИЛ ЭТИШ

**Акмал Комилжонович Шермухамедов,**  
Тошкент давлат иқтисодиёт университети  
“Корпоратив бошқарув” кафедраси катта ўқитувчиси,  
[skazka.6313@gmail.com](mailto:skazka.6313@gmail.com)

### АННОТАЦИЯ

*Дивиденд сиёсатининг мақсади фойданинг истеъмол қилинган ва капиталлаштирилган қисмлари ўртасидаги оптимал нисбатни аниқлашдан иборат бўлиб, бу келажакда акциядорлик жамиятининг стратегик ривожланишини таъминлайди, унинг бозор қийматини максимал даражада оширади ва бозор қийматини оширишга қаратилган аниқ чора-тадбирларни белгилайдиган улушлардан иборат.*

**Калит сўзлар:** дивиденд, компания, улуш, акция, муддат, инвестиция, адолатлилик.

## PRINCIPLES AND ORGANIZATION OF DIVIDEND POLICY IN JOINT-STOCK COMPANIES

**Akmal Komiljonovich Shermukhamedov,**  
senior lecturer of "Corporate governance" department of the Tashkent State  
University of Economics,  
[skazka.6313@gmail.com](mailto:skazka.6313@gmail.com)

### ABSTRACT

*The purpose of the dividend policy is to determine the optimal ratio between the consumed and capitalized parts of the profit, which ensures the future strategic development of the joint-stock company, maximizes its market value and consists of shares that determine specific measures aimed at increasing the market value.*

**Keywords:** dividend, company, share, stock, term, investment, equity.

### КИРИШ.

Корпоратив бошқарув сифатининг даражаси компанияга инвестиция қилиш имконияти тўғрисида қарор қабул қилишга таъсир қилади ва унинг капиталлашувининг ўзига хос хусусияти ҳисобланади. 2023 йилда энг йирик 10 та компаниялар ва тижорат банклари акциялари аҳоли учун очик ва шаффоф

савдога чиқарилади. Унинг хабарида Олий Мажлис, Ўзбекистон Республикаси Президенти Ш.Мирзиёев “Бугун кўнглимдаги битта ниятимни сизларга очик айтмоқчиман.

Менинг катта ниятим – юртдошларимиз орасида юз минглаб мулкдорлар, акциядорлар пайдо бўлсин. Одамларимиз ўз омонатларини инвестиция қилиб, юқори даромадларга эга бўлсин.

Бу чинакам Халқ “Ай-Пи-О” (IPO) си бўлишига ишонаман”, дейди давлат раҳбари ".<sup>[1]</sup>

Маълумки, дивиденд сиёсати компания раҳбариятининг молиялаштириш соҳасидаги қарорларининг ажралмас қисми ҳисобланади. Компаниянинг дивиденд сиёсатининг энг муҳим жихати дивиденд тўловлари ва унинг ривожланиши учун компанияда қоладиган қисми ўртасидаги фойда тақсимотининг оптимал нисбатини топишдир.

### **АДАБИЁТЛАР ТАХЛИЛИ ВА МЕТОДОЛДОГИЯ.**

Терешина Н. Р., Сорокина А. V. Корпоратив бошқарув: дарслик. - М.: МГУПС (МИИТ), 2014. Дарслик корпоратив бошқарувнинг асосий масалаларини очиб беради: уни шакллантириш, шакллантириш, қўллаш ва баҳолаш. Амалдаги Қонунчилик асосида мамлакатда корпоратив бошқарув тамойиллари кўриб чиқилади. Ҳам тижорат компаниялари, ҳам давлат иштирокидаги компанияларнинг корпоратив бошқарув сифатини баҳолаш батафсил кўриб чиқилади. Корпоратив ижтимоий жавобгарлик тизими тақдим этилган.

Ашуоров З. А. Замоновий корпоратив бошқарув (хорижий тажриба): Ўқув қўлланма. Тошкент: "Innovatsion rivojlanish nashriyoti - matbaa uyi", 2021. Ушбу китобда ушбу компаниянинг бозорда ишлашининг стратегик ва тактик мақсадларига эришишга қаратилган компаниянинг замонавий корпоратив бошқаруви акс этирилган. Замоновий корпоратив бошқарувнинг асосий масалалари компания капиталини шакллантириш ва ундан максимал даражада самарали фойдаланишни таъминлаш билан боғлиқ.

### **НАТИЖАЛАР.**

Ўзбекистон Республикаси акциядорлик жамиятларининг дивиденд тўловлари сиёсати беқарор бўлиб қолмоқда ва компанияларнинг молиявий аҳволи ва инвестиция имкониятларини акс еттирмайди. Концентрланган мулкка эга бўлган компанияларда дивиденд сиёсати кўпчилик акциядорларга боғлиқ

<sup>1</sup> <https://sputniknews-uz.com/20221220/shavkat-mirziyoev-30885939.html>

бўлиб, уларнинг манфаатлари атроф-муҳитнинг ноаниқлиги, мулк ҳуқуқларининг заиф ҳимояси ва ривожланмаган институтлар томонидан шакллантирилади.

Замонавий молиявий нотинчлик бизни корпоратив бошқарув муаммоларига еътибор беришга мажбур қилди. Корпоратив бошқарув сифати даражаси компанияга сармоя киритиш имконияти тўғрисида қарор қабул қилишга таъсир қилади, унинг капиталлашувининг ўзига хос хусусияти ҳисобланади. Корпоратив бошқарувнинг муҳим элементи компаниянинг бозор қийматини максимал даражада ошириш учун истеъмол қилинган ва капиталлаштирилган фойда ўртасидаги нисбатларни оптималлаштиришга қаратилган дивиденд сиёсати ҳисобланади. Компанияларнинг корпоратив бошқарув амалиётини акциядорларнинг даромад олиш ҳуқуқи нуқтаи назаридан ўрганишда қуйидаги жиҳатлар таҳлил қилинади:

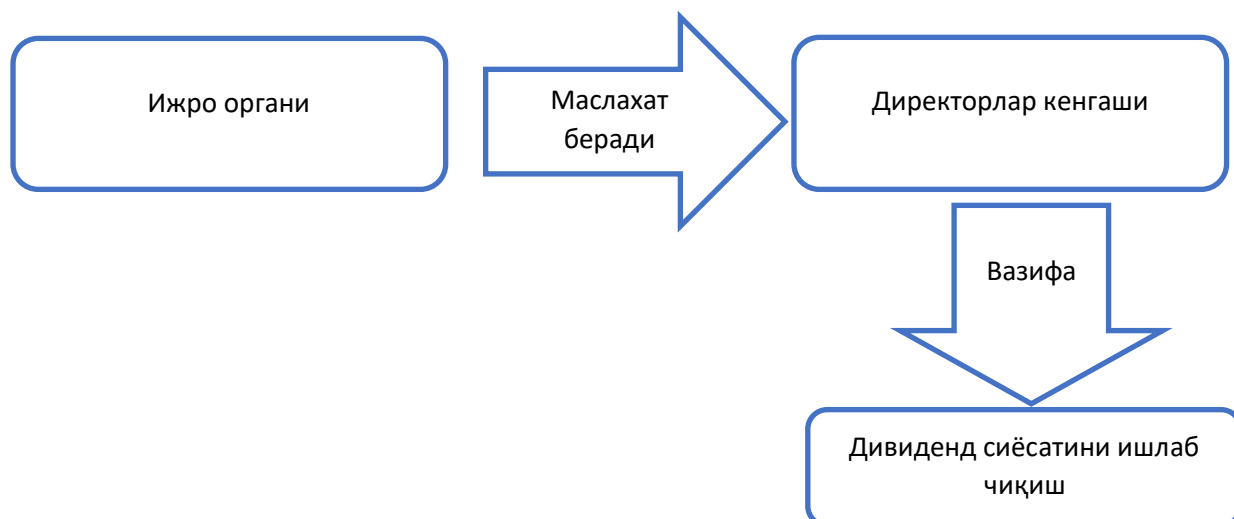
- тасдиқланган дивиденд сиёсатининг мавжудлиги ва ички ҳужжатларда дивидендлар тўлаш ва дивидендлар тўлаш учун ажратиладиган соф фойданинг минимал улушини ҳисоблаш тамойилларини белгилаш;

- оддий ва имтиёзли акциялар бўйича дивидендлар тўлаш амалиёти;

- дивидендлар тарихи.

Компаниянинг дивиденд сиёсатини расмийлаштириш акциядорларга дивиденд тўловларини башорат қилиш имконини беради. Ўрганиш жараёнида корхоналарда дивиденд сиёсатини тартибга солувчи ҳужжатлар мавжудлиги ижобий баҳоланди. Дивиденд сиёсатининг асосий мақсади фойданинг жорий истеъмоли ва унинг келажакдаги ўсиши ўртасидаги зарур мутаносибликни ўрнатиш бўлганлиги сабабли, бу инвестицияларни молиялаштиришни таъминлайди, шунинг учун дивиденд сиёсати ёрдамида корхонанинг бозор қийматини максимал даражада ошириш мумкин ва стратегик ривожланишни таъминлаш.

Дивиденд сиёсатининг мақсадига асосланиб, у корхонанинг бозор қийматини максимал даражада ошириш учун истеъмол қилинган ва капиталлаштирилган фойда ўртасидаги нисбатни оптималлаштиришдан иборат бўлган корхонанинг умумий молиявий сиёсатининг ажралмас қисми сифатида тушунилади.



### 1-расм. Директорлар Кенгашининг дивиденд сиёсатини ишлаб чиқиш бўйича иши

Расмдаги маълумотлар шуни кўрсатадики, дивиденд сиёсатини ишлаб чиқиш директорлар Кенгаши учун муҳим вазифа бўлиб, унга маслаҳат беришда умуман ижроия органи, хусусан, молия менежери асосий рол ўйнайди.

Корхоналарнинг дивиденд сиёсати қуйидаги асосий тамойилларга асосланади:

- ошкоралик тамойили, яъни дивиденд сиёсатини амалга оширишда иштирок этувчи томонларнинг мажбуриятлари ва масъулияти, шу жумладан дивидендлар тўлаш ва миқдори тўғрисида қарор қабул қилиш тартиби ва шартлари тўғрисидаги маълумотларни аниқлаш ва ошкор этишни англатади;

- ўз вақтидалик тамойили, дивидендларни тўлашда муддатларни белгилашни назарда тутати;

- дивидендлар тўлаш ва миқдори тўғрисида қарор фақат компаниянинг реал молиявий ҳолатидан келиб чиққан ҳолда ривожланиш режалари ва инвестиция дастурларини ҳисобга олган ҳолда ижобий молиявий натижага эришган тақдирдагина қабул қилиниши мумкинлигини назарда тутадиган адолатлилик тамойили;

- адолатлилик тамойили, дивидендларни тўлаш, миқдори ва тўлаш тартиби тўғрисида қабул қилинган қарорлар тўғрисида маълумот олишда акциядорларнинг тенг ҳуқуқларини таъминлашни назарда тутати;

- дивиденд сиёсатининг тартиб ва тамойилларини қатъий амалга оширишни назарда тутувчи изчиллик тамойили;

- корпоратив бошқарув тартиб-қоидаларини такомиллаштириш доирасида дивиденд сиёсатини доимий равишда такомиллаштириш ва Компаниянинг

стратегик мақсадларидаги ўзгаришлар муносабати билан унинг қоидаларини қайта кўриб чиқишни назарда тутувчи ривожланиш тамойили;

- Барқарорлик тамойили Компаниянинг дивидендлар тўлашнинг барқарор даражасини таъминлаш истагини билдиради.

### МУХОКАМА (асосий қисм).

Дивиденд сиёсатининг асосий турлари ва дивидендларни тўлаш усуллари Қуйида келтирилган.

#### 1-жадвал

#### Дивиденд сиёсатининг асосий турлари ва дивидендларни тўлаш усуллари

№	Дивиденд сиёсатининг турлари	Дивидендларни тўлаш усуллари
1.	Агрессивная сиёсат	А. Фойдани доимий фоизда тақсимлаш усули
		Б. Дивиденд тўловларининг доимий ўсиши методологияси
2	Мўътадил сиёсат	Кафолатланган минимал ва қўшимча дивидендларни тўлаш методикаси
3	Консерватив сиёсат	А. Қолдиқ дивидендлар методологияси
		Б. Белгиланган тўлов методологияси

Жадвалдаги маълумотлар шуни кўрсатадики, дивиденд сиёсатининг асосий турлари агрессив, мўътадил ва консервативдир. Ушбу турдаги сиёсатда дивидендларни тўлашнинг ўзига хос турлари мавжуд. Келинг, батафсил кўриб чиқайлик.

Агрессив сиёсат фойдани доимий фоиз тақсимлаш усулига эга. Ушбу техниканинг моҳияти Дивиденд рентабеллиги = const. Оддий акциялар бўйича дивидендларни тўлашга йўналтирилган Узоқ вақт давомида соф даромаднинг барқарор фоизини назарда тутуди. Акциянинг бозор нархининг ўсишига исса ўшмайди, чунки. олинган дивидендлар миқдорида тебранишлар бўлиши мумкин. Аммо бу 1 оддий акцияга тўғри келадиган даромад бироз ўзгариб турадиган барқарор ишлайдиган тармоқлар учун қулайдир.

Иккинчи усул дивиденд тўловларининг доимий ўсиши деб аталади. Дивиденд ишлаб чиқариш кўрсаткичининг режалаштирилган даражасида 1 та акцияга дивидендни ошириш. Бу акцияларнинг юқори бозор қийматини таъминлаш ва потенциал инвесторлар ўртасида ижобий имиджни шакллантириш

билан бирга, ар бир акция учун дивидендларнинг барқарор ўсишини таъминлайди.

Мўтадил сиёсат кафолатланган минимал ва экстрадивидентларни тўлаш усулидан фойдаланади. Бир акция учун дивиденд = const, мунтазам дивидендлар учун мукофот. У қуйидаги тамойилларга асосланади: хар бир акция учун белгиланган миқдорда дивидендларни доимий, мунтазам тўлаш; энг муваффақиятли иш даврида - белгиланган дивидендларга қўшимча равишда навбатдан ташқари дивиденд тўлаш. Бу энг мувозанатли усул, чунки дивидендларни тўлаш барқарорлигини таъминлайди ва иқтисодий ўсиш даврида уларнинг қийматини оширишга имкон беради ва шу билан акциядорларни рағбатлантиради. Акцияларнинг бозор қийматидаги тебранишларни юмшатишга ёрдкам беради.

Компаниянинг дивидендларни тўлаш амалиётини баҳолашда дивидендлар қачон тўланиши ва улар эълон қилинганда компаниялар дивидендлар тўлаш бўйича ўз мажбуриятларини қанчалик тўғри бажаришини ҳисобга олади.

Экстрадивиденд - бу белгиланган ставканинг ўзгариши билан боғлиқ бўлмаган, мунтазам дивидендлар тўлашдан ортича ҳисобланган мукофот. Ушбу тўлов бир марталик. Унинг роли акцияларнинг Барқарор бозор қийматини сақлаш, АЖ фаолияти ва ривожланиш истиқболлари ҳақида ижобий маълумотларни яратишдан иборат.

Консерватив сиёсатда дивидендларни тўлашнинг қуйидаги турлари мавжуд:

1. Дивиденднинг қолдиқ усули. Ушбу техниканинг моҳияти қуйидагилардан иборат: Йилда дивиденд тўловлари  $t = \text{Соф фойда} - \text{Инвестиция дастурларини молиялаштириш учун зарур бўлган тақсимланмаган фойда}$ . У инвестиция фаоллигининг кучайиши даврида, корпорация ҳаётининг даврали босқичларида қўлланилади. Бу дивидендларни тўлаш самарали инвестиция лойиҳалари молиялаштирилгандан сўнг амалга оширилишини назарда тутди. Агар лойиҳанинг ички даромадлилик даражаси WACC дан ёки молиявий рентабеллик даражасидан юқори бўлса, уни қўллаш тавсия этилади. Ушбу техникани қўллаш Акциядорлик жамиятининг юқори иқтисодий ўсиш суръатларини таъминлайди, унинг бозор қийматини оширади.

Ушбу техниканинг камчиликлари дивидендларни тўлашнинг кенг доираси, дивидендларни тўлашнинг тартибсизлиги ва акцияларнинг бозор нархининг пастлигидир.

2. Белгиланган тўловлар усули. Бир акция учун дивиденд = const. Акция баҳоси динамикасида қатъий назар, Узоқ вақт давомида 1 та оддий акция бўйича дивидендлар тўлашнинг мунтазамлигини таъминлайди. Одатда, турли

молиявий институтларнинг инвестицияларига таянган ҳолда, паст даражадаги хавфга эга корпорациялар томонидан қўлланилади.

Афзалликлари акция бахосидаги тебранишларни юмшатиш, қимматли қоғозлар бозоридаги барқарор котировка, акцияларнинг юқори ликвидлиги, акциядорлар томонидан жорий доимий даромад олиш ва АЖнинг барқарор бозор қиймати.

Ушбу техниканинг камчиликлари - корпорациянинг молиявий кўрсаткичлари билан кенг заиф боғлиқлик, фойда кескин камайган тақдирда ликвидликнинг сезиларли даражада ёмонлашиши эҳтимоли.

Акциядорлик жамияти дивидендларни эълон қилиш ва тўлаш, шунингдек дивидендлар тўлаш тўғрисида қарор қабул қилишга ҳақли эмас, агар:

- устав капитали тўлиқ тўланмаган;
- акциядорлик жамиятининг соф активларининг қиймати унинг устав фонди ва захира фондлари миқдоридан кам бўлса ёки дивидендлар тўлаш натижасида уларнинг миқдоридан кам бўлади.

Сармоя киритган корхона акциядорларимолиявий ресурсларунинг ҳаракатларида, бир томондан, оқилона манфаатдордивиденд сиёсатионарли миқдорда дивидендлар олиш учун, бошқа томондан, мақсадга мувофиқдиришлаб чиқаришни ривожлантириш сиёсати билан нуқтаи назарлари инвестиция даромадингизни максимал даражада ошириш.

Барча корпоратив тузилмаларда оптимал нисбатларни излаш фойда тақсимоли дивидендлар ва ривожланиш бўйича қуйидагилар белгиланади:

- бир томондан, даромадни ишлаб чиқаришни ривожлантиришга йўналтириш зарурати;
- бошқа томондан, акциядорларнинг ўз даромадларини максимал даражада ошириш истаги.

Акциядорлик жамияти капиталлашувнинг ўсишини жамият акцияларидан даромад олишда акциядорларнинг мулкӣ манфаатларини қондиришнинг асосий усули деб ҳисоблайди. Дивиденд сиёсатини амалга ошириш тартиби босқичларининг мазмуни Ўзбекистон Республикасини 2-жадвалда кўриш мумкин.

## 2-жадвал

## Ўзбекистон Республикасида дивиденд сиёсатини амалга ошириш тартибининг босқичлари

Босқичлар	Муайян босқичда процедуранинг мазмуни
1	Компаниянинг инвестиция имкониятларини аниқлаш, корхонанинг тўлов қобилияти даражасини, рақобатдош компанияларнинг дивидендлар тўлаш даражасини баҳолаш ва бошқалар
2	Дивиденд сиёсати турини танлаш (консерватив, мўътадил, агрессив)
3	Танланган турдаги дивиденд сиёсатига мувофиқ фойда тақсимоти.
4	Дивидендлар тўлаш даражасини ва бир акцияга тўланадиган дивидендлар миқдорини аниқлаш
5	Дивидендларни тўлаш шаклини аниқлаш (пул маблағлари, бошқа мол-мулк ёки ўз акцияларини сотиб олиш)
6	Компаниянинг бозор фаоллиги кўрсаткичлари (бир акция бўйича соф фойда, дивиденд тўлаш коэффициенти, акциялар бўйича дивиденд даромади ва бошқалар) асосида дивиденд сиёсатини тахлил қилиш

Дивиденд сиёсати акцияларнинг бозор қийматини ошириш мақсадида компания олган фойданинг истеъмом қилинган ва капиталлаштирилган қисмлари ўртасидаги нисбатни оптималлаштиришдан иборат.

Акциядорлик жамиятининг дивиденд сиёсати масаласини Халқ этишнинг замирида дивидендларни тўлаш ёки тўламасликнинг асосий муаммосини ал қилиш ётади. Дивиденд сиёсати ва ишлаб чиқаришни ривожлантириш сиёсати муаммолари корхона ихтиёрида қоладиган соф фойда миқдorigа боғлиқ. Соф фойда тадбиркорликнинг, шу жумладан корхонанинг инвестицион фаолиятининг молиявий манбаи хисобланади.

Корпоратив бошқарувнинг муҳим элементи компаниянинг бозор қийматини максимал даражада ошириш учун истеъмом қилинган ва капиталлаштирилган фойда ўртасидаги нисбатни оптималлаштиришга қаратилган дивиденд сиёсатидир.

Дивиденд сиёсати, шунингдек, капитал тузилмасини бошқариш компаниянинг капитал бозоридаги мавқеига, хусусан, унинг акциялари нархининг динамикасига сезиларли таъсир кўрсатади. Дивидендлар акциядорларнинг пул даромадларини ифодалайди ва маълум даражада уларга пулларини акцияларига қўйган компания муваффақиятли ишлаётганлигидан далолат беради. Акциядорлик жамиятининг дивиденд сиёсатига кўра



дивидендлар тўлаш ва уларнинг манбасини белгилаш тартиби Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари билан тартибга солинади. Дивидендларни тўлаш манбаи акциядорлик жамиятининг ўтган даврдаги соф фойдаси ҳисобланади. Соф фойда етарли бўлмаган тақдирда имтиёзли акциялар бўйича дивидендлар ўтган йиллар фойдаси ҳисобидан шу мақсадда махсус ташкил етилган маблағлар ҳисобидан тўланиши мумкин.

Маълумки, дивидендлар компания соф фойдасининг бир қисми бўлиб, акциядорлар ўртасида уларга тегишли акциялар сони ва турига қараб тақсимланади. Бошқача қилиб айтганда, дивиденд - бу акциядорлар ўз акцияларидан оладиган фойданинг бир қисми.

Ўзбекистон Республикасининг "Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида"ги қонунига мувофиқ дивиденд деганда акциядор (иштирокчи) ташкилотдан солиқ солишдан кейин олган фойдани тақсимлашда (шу жумладан, акциядорлик жамиятида) оладиган ҳар қандай даромад тушунилади. акциядорга (иштирокчига) тегишли бўлган имтиёзли акциялар бўйича фоизлар шакли, акциялар (улушлар), бошқа мажбурий тўловлар, бошқа акциядорлар томонидан тақсимланган ҳолда қайта инвестициялар.

Дивиденд сиёсатининг моҳияти айланмадан олинган ва дивидендлар шаклида тўланган фойда улуши билан бизнесни кенгайтириш учун ажратилган улуш ўртасидаги optimal нисбатни танлашдан иборат. Компаниянинг дивиденд сиёсатига таъсир етувчи омилларнинг қуйидаги гуруҳларини ажратиб кўрсатишимиз мумкин:

1. Ҳуқуқий чекловлар.
2. Шартнома характеридаги чекловлар.
3. Ликвидликнинг етарли эмаслиги сабабли чекловлар.
4. Ишлаб чиқаришни кенгайтириш билан боғлиқ чекловлар.
5. Акциядорлар манфаатларидан келиб чиқадиган чекловлар.
6. Реклама ва молиявий чекловлар.

Дивидендлар маълум бир частота билан ҳисобланади ва оддий инвесторнинг онгида, қоида тариқасида, улар компания томонидан олинган фойда билан боғлиқ. Дивидендларни тўлаш муддати ва тартиби жамият уставида ёки акциядорлар умумий йиғилишининг қарори билан белгиланади. Дивидендларни тўлаш муддати бундай қарор қабул қилинган кундан бошлаб 60 кундан ошмаслиги керак.

Дивиденд сиёсати директорлар Кенгаши томонидан шакллантирилади. Компаниянинг мақсадларига ва жорий прогноз қилинган вазиятга қараб, компаниянинг фойдаси компаниянинг активларига қайта инвестиция қилиниши,

тақсимланмаган фойдага ҳисобдан чиқарилиши ёки дивидендлар шаклида тўланиши мумкин.

Дивиденд сиёсати компаниянинг умумий молиявий мақсади, яъни акциядорларнинг бойлигини максимал даражада ошириш нуқтаи назаридан кўриб чиқилади. Бу шуни англатадики, дивиденд сиёсати бўйича қабул қилинган ҳар қандай қарор акциядорлар учун энг яхши нарсага асосланиши керак.

## ХУЛОСА.

Илмий адабиётларда дивиденд сиёсатини шакллантиришнинг учта асосий модели кенг тарқалди ва жуда машхур бўлди. Дивиденд сиёсатининг у ёки бу моделини танлаш компанияни ривожлантиришнинг мақсад ва вазифалари билан белгиланади. Келинг, дивиденд сиёсатининг асосий назарияларини кўриб чиқайлик.

*1. Қолдиқ тамойили бўйича дивидендларни ҳисоблаш назарияси.* Дивиденднинг қолдиқ назариясига ёки дивиденднинг аҳамиятсизлиги назариясига кўра, дивиденд сиёсати на акция нархига, на унинг устав капитали қийматига, на компания қийматига таъсир қилмайди. Ушбу назариянинг яратувчилари Нобел мукофоти лауреатлари Мертон Миллер ва Франко Модильяни эди. Уларнинг таъкидлашича, компаниянинг қиймати фақат унинг активларининг пул оқимларини яратиш қобилияти ва ишбилармонлик таваккалчилик даражаси билан белгиланади, балки компания активларни ишлатиш натижасида олинган фойдани тўлаш ўртасида қандай тақсимланишига қараб эмас, дивидендлар ва қайта инвестициялар.

Модильяни ва Миллер идеал шароитларда дивиденд сиёсати ва компания қиймати ўртасидаги боғлиқликни ўрганиб чиқдилар:

– бозорни мукаммаллаштириш (солиқлар, капитални ошириш харажатлари, транзакция харажатлари йўқ; барча иштирокчилар учун маълумотлардан адолатли фойдаланиш ва бошқалар);

– дивидендлар ёки капитал даромадлари ўртасидаги танловнинг бефарқлиги;

– ташкилот инвестиция сиёсатининг молиявийдан мустақиллиги ва бошқалар.

Назария муаллифлари мукаммал бозордаги инвесторларни унинг ўзига хос шакллари эмас, балки фақат умумий даромад қизиқтиришига ишонишган. Шундай қилиб, ҳар қандай дивиденд сиёсати компания қийматига ва унинг эгаларининг фаровонлигига таъсир қилмасдан бир хил натижаларга олиб келади.

Хусусан, мулкдорларнинг бойлиги ўз капиталининг рентабеллиги ва жорий дивиденд тўловларидан ташкил топиши хаммага маълум. Агар компанияда

етарли миқдорда нақд пул бўлса ва дивидендлар тўланса, эгаларининг бойлиги олинган миқдорга кўпаяди. Шу билан бирга, актив балансидаги "Нақд пул" моддаси ва мажбуриятнинг "Капитал" бўлими айнан бир хил миқдорда камаяди. Шундай қилиб, эгаларининг умумий бойлиги ўзгармайди. Агар дивиденд тўловларини молиялаштириш учун янги акциялар чиқарилса, уларни сотиш компаниянинг ўз капитали ва қийматини оширади.

Шу билан бирга, дивидендларни тўлаш ташкилотнинг қийматини бир хил миқдорда камайтиради. Агар компания дивидендларни умуман тўламаса ва эгалари нақд пулга мутож бўлса, улар акцияларнинг бир қисмини бошқа инвесторларга сотадилар, бу "уй қурилиши" дивидендларига тенгдир. Бу назариянинг Ф.Модильяни ва М.Миллер бир қанча фаразларини илгари сурдилар, хусусан:

- солиқлар йўқ;
- Инвесторлар учун дивидендлар ва сармоявий даромадларнинг тенглиги;
- эмиссия ва транзакция харажатлари йўқ;
- ахборотдан тенг фойдаланиш ва х.к.

Ўтказилган таҳлилларга кўра, Ф.Модильяни ва М.Миллер дивидендлар миқдори акциядорларнинг умумий бойлигининг ўзгаришига таъсир қилмайди ва акциядорларнинг умумий бойлиги компаниянинг фойда олиш қобилияти билан белгиланади ва кўп жихатдан даромаднинг инвестициялар ва дивидендларга бўлиниш нисбатига эмас, балки инвестиция сиёсатининг тўғрилигига боғлиқ.

Оптималь дивиденд сиёсати назариясига кўра, корпорация қийматини ошириш омили йўқ.

Юқоридагилардан келиб чиқиб, қуйидаги хулосага келиш мумкин: дивидендлар барча мақбул инвестиция лойихалари молиялаштир қилгандан кейин қолдиқ асосда ҳисоблаб чиқилиши керак.

Бизнинг фикримизча, муаллифлар дастлабки биноларнинг аий эмаслигини ҳисобга олишмаган, масалан:

- кўпгина мамлакатларда дивидендлар ва капиталлашувдан олинган даромадлар турли ставкаларда солиққа тортилади;
- қимматли қоғозларни қўшимча чиқариш орқали капитални жалб қилиш эмиссия харажатлари туфайли олинган фойдани қайта инвестиция қилишдан кўра ққимматродир ва хоказо.

## *2. Дивидендларни афзал кўриш назарияси ёки "қўлда жўжалар".*

Муаллифлар Мейрон Гордон ва Жон Линтнер томонидан ишлаб чирилган бу назария аввалгисига қарама-қаршидир. Муаллифларнинг таъкидлашича, дивидендларни тўлаш коэффициенти ошиши билан капиталнинг қиймати пасаяди, чунки инвесторлар капитал даромадларини дивидендлардан кўра

хавфлироқ деб ҳисоблашади: биринчисини нисбатан ноаниқ келажакда ва умумий фонд бозорида қулай шароитларда олиш мумкин, иккинчиси эса. - акциядорлар томонидан тегишли қарор қабул қилингандан кейин.

Аслини олганда, назария муаллифлари инвесторлар кутилаётган дивидендларнинг ҳар бир долларини капитал даромадидан кўра юқорироқ баҳолайдилар, деб ҳисоблашган, чунки дивиденд компоненти уларнинг акциялари бўйича талаб қилинадиган даромадлиқдир. Бу дхққилнинг моҳияти машхур мақолда яхши таърифланган: "Осмондаги турнадан кўра, кўлда титмус афзал".<sup>[1]</sup>

Дивиденд сиёсати акциядорларнинг умумий бойлиги қийматига таъсир қилади. Инвесторлар рискни минималлаштириш тамойилига асосланиб, ар доим капиталлаштирилган даромаддан кўра жорий дивидендларни афзал кўрадилар, бу фақат акциялар сотилган тақдирда амалга оширилиши мумкин.

Жорий дивиденд тўловлари инвесторларнинг ушбу компанияга инвестиция қилишнинг мақсадга мувофиқлиги ва рентабеллиги бўйича ноаниқлик даражасини пасайтиради. Шу сабабли, акциядорлар чегирма омили сифатида қўлланиладиган инвестициялар рентабеллигининг паст даражасидан қониқишади, бу эса ўз капиталининг бозор қийматининг ошишига олиб келади.

### *3. Солиқ имтиёзлари назарияси.*

Ушбу назария дивидендлар олингандан сўнг дарҳол солиққа тортилишини тахмин қилади, капитал даромад солиғи эса фақат акциялар ёки акцияларни сотишда тўланади. Шундай қилиб, капитал даромад солиғи назарий жихатдан номаълум муддатга кечиктирилиши мумкин.

Ушбу фактни ҳисобга олган ҳолда, муаллифлар Р. Литзенбергер ва К. Рамасвами назарияни таклиф қилдилар, унга кўра, агар дивидендлар капитал даромадидан юқорироқ солиққа тортилса, компания паст даражадаги дивидендлар тўлаши керак. Бошқача қилиб айтганда, ушбу назарияга кўра, акциядорлар учун дивидендлар эмас, балки капиталлаштирилган даромадлар устувор ҳисобланади, чунки капитализациядан олинган даромад олинган дивидендларга қараганда пастро ставкада солиққа тортилган.

Шунинг учун, агар иккита компания фақат фойдани тақсимлашда фар илса, нисбатан юқори дивидендлар тўлайдиган компаниянинг акциядорлари солиққа тортишнинг кучайиши туфайли йўқотишларни қоплаш учун ҳар бир акция учун кўпроқ даромад олишни талаб қилишлари керак.

Шундай қилиб, компания учун юқори дивидендлар тўлаш фойдасиз бўлиб, унинг бозор қиймати фойдадаги дивидендларнинг нисбатан паст улушида

<sup>1</sup> Темиров А. А. Дивидендлар ва дивиденд сиёсати: Ўқув қўлланма. – ТОШКЕНТ. ТГЭУ 2021. –160 с.

максимал даражага этади. Масалан, акциядорлик жамиятларда 1982 йилга қадар дивидендлар бўйича даромад солиғи ставкаси 70%, капитал қўшимчалари бўйича эса 50% эди. 1982 йилдан кейин солиқ ставкалари камайди (мос равишда 50% ва 20%), 1986 йилдан эса улар тенглашди (28%). Ўзбекистон Республикасида 2002 йилгача резидентлар учун дивидендлар бўйича солиқ ставкаси 10 фоизни, 2018 йилдан бошлаб эса 5 фоизни ташкил этган.

Мижоз таъсири назариясига кўра, компания ўз акциядорлари ва бўлажак инвесторларнинг умидлари ва афзалликларига жавоб берадиган дивиденд сиёсатини олиб бориши керак. Ўз навбатида, инвесторлар одатда дивиденд сиёсати инвестициялари мақсадларига энг мос келадиган компанияни танлайдилар.

Хусусан, дивидендлардан жорий истеъмол мақсадларида фойдаланадиган инвесторларнинг айрим гуруҳлари компания раҳбарияти фойданинг катта қисмини дивидендлар тўлаш учун ажратишни афзал кўради. Шу билан бирга, бошқа акциядорлар ва инвесторлар гуруҳлари, агар улар маълум бир даврда нақд пулга мутож бўлмаса, фойдани қайта инвестиция қилишни афзал кўришлари мумкин ва улар учун дивидендлар олиш фақат каттароқ солиқ юкига олиб келади.

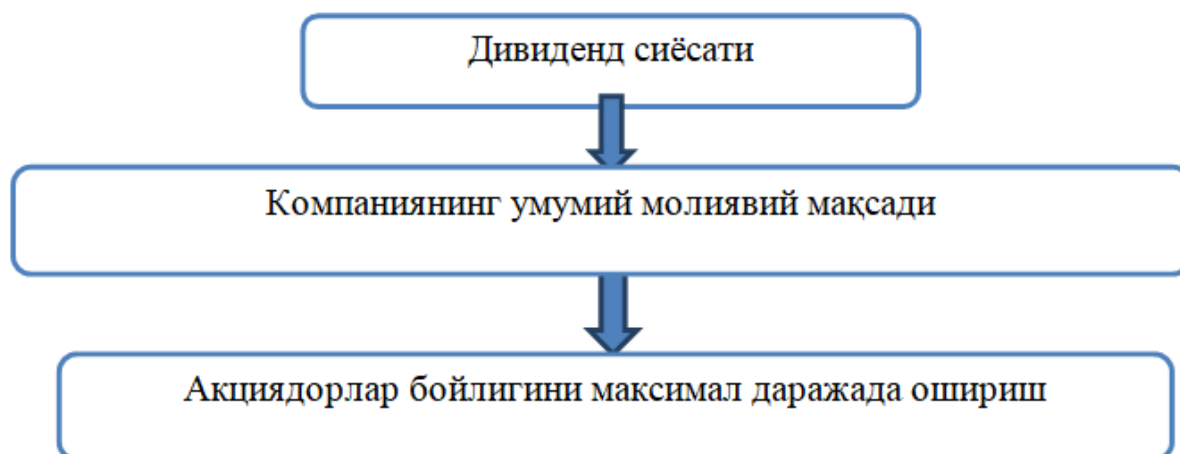
Шундай қилиб, дивиденд сиёсатини танлашда компания раҳбарияти унинг акциядорлари манфаатларидаги фарқларни ҳисобга олиши керак. Агар асосий акциядорлар дивиденд олишдан манфаатдор бўлса, у ҳолда компания раҳбарияти дивидендлар тўлаш тўғрисида қарор қабул қилиши ва шунга мувофиқ дивиденд сиёсатини шакллантириши керак. Шу билан бирга, қабул қилинган дивидендлар тўлаш амалиётига рози бўлмаган акциядорларнинг озчилик қисми ўз капиталини бошқа компанияларга қайта инвестиция қилади ва акциядорлар таркиби бир хил бўлади.

4. *Барқарор миқдорда дивидендлар тўлаш сиёсати* уларнинг ўзгармаган суммасини узок вақт давомида тўлашни ўз ичига олади, бу турли ҳолатлардан қатъий назар, акциядорлар ўртасида жорий даромадлар миқдорининг ўзгармаслигига ишонч иссини яратади, фонд бозоридаги акция нархининг Барқарорлигини белгилайди. Шу билан бирга, ушбу сиёсатнинг амалга оширилиши паст даромадли даврда компаниянинг инвестицион фаоллигининг пасайишига олиб келиши мумкин. Ушбу салбий оқибатларга йўл қўймаслик учун дивидендлар тўлашнинг барқарор хажми нисбатан паст даражада белгиланади, бу эса ушбу турдаги дивиденд сиёсатини Консерватив деб таснифлайди, капиталнинг ўсиш суръатларининг етарли эмаслиги сабабли молиявий барқарорликнинг пасайиши хавфини минималлаштиради.

5. "*Қўшимча дивидендлар*" сиёсати ёки маълум бир даврда устама билан барқарор дивиденд сиёсати. Ушбу сиёсат аввалгисининг ишланмаси бўлиб, компания мунтазам равишда белгиланган дивидендлар тўлайди, деб тахмин қилади, аммо одатда муваффақиятли фаолият олиб борилган тақдирда, вақти-вақти билан акциядорларга қўшимча дивидендлар (қўшимча дивидендлар) тўланади ва тўловлар ҳозирги даврда уларнинг кейинги тўловларини англамайди. Бундан ташқари, бу ерда мукофотнинг психологик таъсиридан фойдаланиш тавсия этилади - уни тез-тез тўламаслик керак, чунки бу ҳолда у кутилади ва қўшимча дивидендлар тўлаш сиёсатининг ўзи маъносиз бўлади. Бундай дивиденд сиёсати сезиларли ўсишни кам, пасайишни кам бирлаштирган ҳолда, фойда хулқ-атворининг беқарор характерига эга компанияларда энг катта таъсир кўрсатади.

Фойда миқдorigа нисбатан барқарор дивидендлар даражаси сиёсати. Ушбу турдаги дивиденд сиёсатини амалга ошириш фақат барқарор даромадга эга бўлган етук компаниялар томонидан амалга оширилиши мумкин, чунки фойда миқдори кўплаб омилларга боғлиқ ва шунинг учун бозорда акциялар қийматининг кескин ўзгаришига олиб келиши мумкин бўлган тахмин қилиш ққийин ва компаниянинг бозор қийматини максимал даражада оширишга йўл қўймаслик.

6. *Хажмни доимий равишда ошириш сиёсати* дивидендлар хар бир акцияга тўланадиган дивидендлар даражасининг барқарор ўсишини таъминлайди. Бундай сиёсатни амалга оширишда дивидендларнинг кўпайиши, қоида тариқасида, қолдиқи даврда уларнинг хажмига ўсишнинг белгиланган фоизи доирасида содир бўлади ва акцияларнинг юқори бозор қийматини таъминлайди, қўшимча даромадлар пайдо бўлганда потенциал инвесторлар ўртасида ижобий имидж яратади. Шу билан бирга, ушбу сиёсатни амалга ошириш молиявий кескинликнинг доимий ўсишига олиб келади: агар дивидендлар тўлаш коэффитциентининг ўсиш суръати ошса (яъни дивидендлар тўлаш фонди фойда миқдоридан тезро ўсадиган бўлса), у ҳолда компаниянинг инвестиция фаолияти камаяди ва молиявий барқарорлик коэффицентлари камаяди (*Ceteris paribus*). Шунинг учун бундай дивиденд сиёсатини амалга ошириш фақат хақиқатан кам гуллаб-яшнаган компаниялар томонидан амалга оширилиши мумкин.



## 2-Расм. Компаниянинг дивиденд сиёсатининг акциядорлар фаровонлигига таъсири<sup>1</sup>

Бу ҳар доим ҳам олинган фойдадан максимал дивиденд тўлашни аниқлашмайди, чунки компаниянинг ўзида дивидендлардан фойдаланиш акциядорлар учун фойдалироқ бўлиши мумкин. Ахборот қиймати туфайли ўз акцияларини биржаларга жойлаштирмакчи бўлган компаниялар учун дивиденд сиёсати бундан ҳам муҳимроқдир. Бундай ҳолда, сиёсат потенциал акциядорларга қандай фойда ва қандай қилиб олишлари мумкинлиги ҳақида сигнал беради.

Агар акциядорлик жамияти динамик ривожланса, унга кўпроқ ресурслар керак бўлади. Аксарият ҳолларда компания маблағларнинг сурункали тақчиллиги бўлмаса, уларнинг маълум бир тақчиллигини бошдан кечиради, аммо дивиденд тўловлари шаклида маблағларни даврий равишда кенг миқёсда олиб қўйилиши муқобил молиялаштириш манбаларини излашни талаб қилади.

Шу билан бирга, соф фойдани капиталлаштириш дэгандани ишлаб чиқаришни ривожлантириш учун фойдаланиш, инвестициялардан олинган соф пул оқимини қайта инвестициялаш, янги акциялар кўринишидаги дивидендлар тўлаш, депозит фоизлари миқдорини депозитни кўпайтиришга йўналтириш ва ҳоказолар тушунилади. Қайд етиш жоизки, фойдани қайта инвестициялаш янги акцияларни чиқаришга нисбатан компанияни молиялаштиришнинг нисбатан арзон шакли бўлиб, унинг фаолияти устидан мулкдорлар назоратининг мавжуд тизимини сақлаб қолиш имконини беради. Капиталлаштирилган фойда миқдорининг ўсиши корхонанинг мулкий ҳолатининг ўсишини, ўз маблағларининг кўпайишини кўрсатади.

<sup>1</sup> Muallif tomonidan o'rganilgan materiallar asosida ishlab chiqilgan

Фойданинг истеъмол қилинган ва капиталлаштирилган қисмлари ўртасидаги нисбатни аниқлашда қуйидаги омиллар ҳисобга олинади:

- дивидендлар тўлаш тартибини тартибга солувчи норматив ҳужжатлар;
- бепул нақд пулнинг мавжудлиги;
- бошқа манбалардан маблағларни жалб қилишнинг мавжудлиги ва уларнинг нархи;
- акциядорларнинг манфаатлари.

Фойданинг мулкдорлар томонидан олиб қўйилмаган қисми компания фаолиятини молиялаштиришнинг ички манбаи ҳисобланади, шунинг учун дивиденд сиёсати компания томонидан жалб қилинган ташқи молиялаштириш манбалари миқдorigа сезиларли таъсир кўрсатиши аниқ.

**Мавзунинг долзарблиги, илмий аҳамияти, эришилган натижалари ва хулосалар**

Жаҳон савдо ташкилотига аъзо бўлиш бўйича асосий музокараларни яқунлаб, ички қонунчиликни мослаштириш, янги стандартларни жорий этиш ишлари жадаллаштирилади.

Умуман, 2023 йилда экспорт ҳажми тарихимизда илк бор 23 миллиард доллардан ортади (2018 йилда 14 миллиард доллар бўлган).

Ўзбекистонда 612 та акциядорлик жамияти қолди, бироқ акциялар чиқарилиш ҳажми 178,3 трлн. сўмгача ошди.

Дивиденд сиёсати корхонанинг умумий молиявий сиёсатининг ажралмас қисми бўлиб, у корхонанинг бозор қийматини максимал даражада ошириш учун истеъмол қилинган ва капиталлаштирилган фойда ўртасидаги нисбатни оптималлаштиришдан иборат. Дивиденд сиёсати компаниянинг умумий молиявий мақсади, яъни акциядорларнинг бойлигини максимал даражада ошириш нуқтаи назаридан кўриб чиқилади. Бу шуни англатадики, дивиденд сиёсати бўйича қабул қилинган ҳар қандай қарор акциядорлар учун энг яхшисига асосланиши керак. Бу ҳар доим ҳам олинган фойдадан максимал дивиденд тўлашни англатмайди, чунки компаниянинг ўзида дивидендлардан фойдаланиш акциядорлар учун фойдалироқ бўлиши мумкин.

Дивиденд сиёсатининг мақсади фойданинг истеъмол қилинган ва капиталлаштирилган қисмлари ўртасидаги оптимал нисбатни аниқлашдан иборат бўлиб, бу келажакда акциядорлик жамиятнинг стратегик ривожланишини таъминлайди, унинг бозор қийматини максимал даражада оширади ва бозор қийматини оширишга ажратилган аниқ чора-тадбирларни белгилайди. Бошқача қилиб айтганда, дивиденд сиёсатининг асосий мақсади фойдани дивидендларни



тўлаш ва қайта инвестиция қилиш учун тақсимлаш бўлиб, бу компаниянинг қийматини максимал даражада ошириш имконини беради.

Ўзбекистон Республикаси акциядорлик жамиятларининг дивидендлар тўлаш сиёсати беқарорлигича қолмоқда ва компанияларнинг молиявий ахволи ва инвестиция имкониятларини акс эттирмайди. Бирлашган мулкка эга бўлган компанияларда дивиденд сиёсати кўпчилик акциядорларга боғлиқ бўлиб, уларнинг манфаатлари атроф-муҳитнинг ноаниқлиги, мулк ҳуқуқларининг заиф химояси ва ривожланмаган институтлар билан боғлиқ.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг Фармони, 28 январ 2022 йилдаги ПФ-60-сонли фармонига асосан 2022 — 2026 йилларга мўлжалланган Янги Ўзбекистоннинг тараққиёт стратегияси, 2015 йил 24-апрелдаги “Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чоратадбирлари тўғрисида”ги ПФ-4720-сон, 2018 йил 21-сентябрдаги “2019-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини инновацион ривожлантириш стратегиясини тасдиқлаш тўғрисида”ги ПФ-5544-сон фармонлари, 2015 йил 21-декабрдаги “Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб этишга доир қўшимча чоратадбирлар тўғрисида”ги ПҚ-2454-сон қарори ҳамда мазкур соҳага тегишли бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишда ушбу диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

Ўзбекистонда сўнгги йилларда корпоратив бошқарув тизимидаги ёндашувларни тубдан ўзгартириш, бошқарувнинг адолатлилик жавобгарлик, шаффофлик ва ҳисобдорлик каби Халқаро эътироф этилган тамойилларига амал қилиш, хорижий инвестицияларни кенг жалб қилиш, мамлакат рақобатбардошлигини мустаҳкамлаш, ошириш жараёнларини жадаллаштириш борасида кенг қўламли ислохотлар амалга ошириляпти.

## АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ

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 Tashxodjayev, Muyassar Umarxodjayeva, 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. З.А. Ашуров. Современное корпоративное управление (Зарубежный опыт) Учебное пособие. – "Innovatsion rivojlanish nashriyoti - matbaa uyi", Ташкент. 2021. –222 с.
8. Д.Н.Хусанов, А.Ж.Хўжамурадов, Б.Н.Уринов. Биржалар ва стратегиялар: Учебное пособие. – ТОШКЕНТ. ТГЭУ 2021. –232 с.
9. Ф.А.Джалилов. Хулқ атвор иқтисодиёти: Учебное пособие.- "Innovatsion rivojlanish nashriyoti - matbaa uyi", 2022. – 124 с.
10. Shermukhamedov A. K. Factors Affecting the Cluster Management Mechanism Agriculture //Экономика и финансы (УКРАИНА). – 2018. – №. 9. – С. 132-136.