

АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИ МОЛИЯВИЙ БОШҚАРУВ ТИЗИМИДА ДИВИДЕНД СИЁСАТИНИНГ ЎРНИ

Тошкент давлат иқтисодиёт университети
З.Шомансурова

Аннотация. Ушбу мақолада акциядорлик жамиятлари молиявий бошқарув тизимида дивиденд сиёсатининг ўрни ва аҳамияти чуқур таҳлил этилган бўлиб, унда дивидендларни ҳисоблаш назариялари, дивиденд сиёсатини шакллантиришга бўлган ёндашувлар ҳамда дивиденд сиёсатининг асосий принциплари ёритиб берилган.

Калим сўзлар: акциядорлик жамияти, дивиденд, дивиденд сиёсати, молия, фойда, соф фойда.

Аннотация. В данной статье дается углубленный анализ роли и значения дивидендной политики в системе финансового менеджмента акционерных обществ, описаны теории расчета дивидендов, подходы к формированию дивидендной политики и основные принципы дивидендной политики.

Ключевые слова: акционерное общество, дивиденды, дивидендная политика, финансы, прибыль, чистая прибыль.

Abstract. This article provides an in-depth analysis of the role and significance of dividend policy in the financial management system of joint-stock companies, describes the theory of calculating dividends, approaches to the formation of dividend policy and the basic principles of dividend policy.

Keywords: joint stock company, dividends, dividend policy, finance, profit, net profit.

Кириш

Дивиденд сиёсати корпоратив бошқарувнинг бир қисми сифатида, асосан компаниялар фаолият кўрсатадиган институционал муҳитга боғлиқ. Тадқиқот Ўзбекистон Республикасининг яхши ривожланмаган фонд бозори шароитида дивиденд сиёсати таъсир этувчи омилларни, миноритар акциядорларнинг қонуний манфаатлари ва ҳақ-ҳуқуқларини, юқори нарх ва капиталнинг концентрациясини аниқлашга қаратилган. Шу мақсадда компаниянинг молиявий ҳолати, ҳажми, ишбилармонлик таваккалчилиги ва мулкчилик тузилмасининг дивиденд тўлашга таъсири тўғрисидаги гипотезаларни ўрганишга қаратилган.

Акциядорлик жамиятлари молиявий сиёсатида энг муҳим қарорлардан бири бу соф фойданинг қанча қисми акциядорлар ўртасида дивиденд кўринишида тақсимланиши лозимлиги тўғрисида қарордир. Бир неча ўн йиллар давомида корпоратив молияни бошқаришда дивиденд сиёсати кўп сонли тадқиқотлар предмети бўлиб келмоқда ва бу дивиденд тўловлари бўйича қарор қабул қилишда акциядорлик жамиятларидаги турли томонларнинг

манфаатларини инобатга олиш лозимлиги билан изоҳланади. Дивиденд тўловларининг зарурияти ва мақсадлилиги бўйича жуда кўп қарашлар мавжуд бўлса-да, ҳозирги кунда ҳам корпоратив молияни бошқаришнинг ушбусоҳасида амалга оширилаётган тадқиқотлар ўз долзарблигини йўқотмай келмоқда. Акциядорларнинг дивидендга бўлган ҳуқуқларини ҳимоя қилишнинг усули сифатида жамиятда фойда мавжуд бўлган тақдирда дивидендларнинг белгиланган минимал миқдорини тўлаш талабини қонунчиликда ўрнатиш таклиф этилади. Дивидендларга бўлган ҳуқуқларни ҳимоя қилишнинг бундай усули жаҳон амалиётида (Швеция, Финляндия, ГФР ва бошқалар) кенг тарқалган.

Мақолада иқтисодий тартибга солиш, миноритар акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш ва замонавий корпоратив бошқарув амалиётининг тарқалиши учун тадқиқот натижаларидан фойдаланиш усуллари асосланади.

Муаммони ўрганганлик даражаси

Акциядорлик жамиятлари молиявий бошқарув тизимида дивиденд сиёсатининг роли масалалари бир қатор олимлар томонидан ўрганилиб келинмоқда. Жумладан, С.Э.Элмирзаевтомонидан дивиденд сиёсатига – “корхонанинг бозор қийматини ва мулкдорлар турмуш фаровонлигини ошириш мақсадида фойданинг истеъмол қилинадиган ва реинвестиция қилинадиган қисмлари ўртасидаги пропорцияни оптималлаштиришга йўналтирилган корхона молиявий сиёсатининг бир қисмидир”, [2] дея таъриф берилган ҳамда дивидендларнинг иқтисодий моҳияти, пайдо бўлиш табиатидан бошлаб унинг таркибий қисмини кўриб чиқиш мақсадга мувофиқлиги таъкидланган. Baker, H. Kent (Harold Kent) томонидан дивидендлар ва дивиденд сиёсати бўйича баҳс мунозараларга сабаб бўлувчи қарашлар, олимларнинг тадқиқот натижалари, давлатлардаги дивиденд сиёсатини юритишдаги фарқли ва ўхшаш жиҳатлар, шунингдек, менежерларнинг қарашларини, уларнинг қарорлар қабул қилишида таъсир этувчи омилларни, тадқиқотчиларнинг дивидендлар ҳаракатини математик моделлаштиришга уринишлари ва шу каби масалалар атрофлича баён этилган. [3] Шунингдек, таъкидлаш керакки, ушбу ўқув адабиётида олимлар томонидан ўрганилган турли молия бозори моделларида дивиденд тўловларининг фарқланиши, акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиниши масалалари ҳам ўрганилган.

И.Я.Лукаевичнинг фикрига кўра, амалиётда дивиденд сиёсати акциядорлик жамиятлари фаолиятида муҳим роль ўйнайди, жумладан, акциялар қийматининг тебранишига таъсир қилади, ўз капиталини ўзгаришига олиб келади ва натижада акциялар бозор қийматига ва жамиятнинг инвестицион жозибдорлигига таъсир ўтказади. [4] Биз биламизки, дивиденд сиёсати акциядорлик жамиятларида соф фойдани тақсимлаш амалиёти билан чамбарчас боғлиқдир. Шу билан биргаликда Е. Бригхем ва М. Эрхардтларнинг таъкидлашича, соф фойдани тақсимлаш сиёсатини тез-тез ўзгартирилиши

акциядорлик жамиятларининг қийматига ва натижада инвесторнинг қизиқишларига ҳам салбий таъсир кўрсатади. [5]

Таҳлил ва натижалар

Мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятларида дивидендга 2014 йил 6 майда янги таҳрирда қабул қилинган “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонунга кўра қуйидагича таъриф берилган, “Дивиденд жамият соф фойдасининг акциядорлар ўртасида тақсимланадиган қисмидир”. [1]

Фикримизча, дивиденд сиёсати акциядорлик жамияти томонидан соф фойданинг муайян қисмини акциядорларга йўналтиришни ўзида ифодалайди. Ушбу сиёсатнинг асосий мақсади эса акциядорларнинг акцияларга йўналтирган инвестицияларидан дивидендлар шаклида даромад олиш ҳуқуқини таъминлашдан иборатдир. Тадқиқотларимиз натижасида, дивиденд сиёсатини ривожланиб бориши билан маълум бир назариялар.

1-жадвал

Дивиденд сиёсати бўйича асосий назариялар

Назариялар номи Назария	Назария тарафдорлари	Моҳияти
Дивидендлар иррелевантлиги назарияси	Ф.Модильяни М.Миллер	Компания қиймати фақатгина унинг даромадлари ва тадбиркорлик рискига боғлиқ. Дивиденд сиёсати, биринчи навбатда, фойданинг асосий қисмидан энг даромадли инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш манбаи сифатида фойдаланишга қаратилиши керак, оддий акция эгаларига дивидендлар эса қолдиқ принципига мувофиқ тўланиши лозим. Шунингдек, ушбу назарияга кўра мукамал рақобат бозори (идеал капитал бозори) шароитида дивиденд сиёсати, компаниянинг акциядорлик капитали баҳосига ҳам, унинг капитали қийматига ҳам таъсир этмайди, яъни иррелевант ҳисобланади
Дивидендларни минималлаштириш назарияси	Р.Литценбергер К.Рамасвами	Ушбу назарияга мувофиқ бир қатор мамлакатларда одатда дивиденд кўринишида олинган жорий даврдаги даромадларни солиққа тортиш, келгусидаги даромадларни (пулларнинг вақт бўйича қийматини, солиқ ставкаларини, имтиёзларни ва бошқаларни инобатга олган ҳолда) солиққа тортишдан кўра юқори. Бундай шароитда соф фойдани тақсимлаш сиёсати минимал дивиденд

		<p>тўловларини ва унга мос равишда максимал инвестицион харажатларни таъминлаб бериши зарур, шунда мулкдорларнинг жами даромадидан солиқлар бўйича сезиларли тежаш мумкин бўлади. Агар давлатда дивиденд кўринишидаги даромадларни солиққа тортишдан кўра инвестицион даромадларни солиққа тортиш юқори бўлса, у ҳолда акция эгаларига дивидендларни тўлаш афзал ҳисобланади</p>
<p>Дивидендлар афзаллиги ёки “қўлдаги қуш” назарияси</p>	<p align="center">М.Гордон Ж.Линтнер</p>	<p>Инвесторлар учун инвестициялардан кутилаётган бир доллар даромадларнинг қийматидан кўра дивидендлардан кутилаётган бир доллар қиймати юқори, сабаби узоқ келажакда олиниши мўлжалланган даромадлардан кўра келгуси даврларда тўланадиган дивиденд кўринишидаги даромадларнинг рисклилиқ даражаси пастроқдир. Шу сабабли фойдани тақсимлашда инвестицион қўйилмалардан кўра дивиденд тўловлари афзал кўрилади. Компания қийматини баҳолаш бевосита тўланаётган дивидендларнинг ҳажмига боғлиқ. Натижада Гордон-Линтнер назариясига мувофиқ бозор порлоқ келажакни ваъда қилган бўлсада, аммо ночор жорий даврни таклиф қилаётган компаниялар қийматини паст баҳолаб, салмоқли дивидендларни тўлаган компаниялар қийматини юқори баҳолайди.</p>
<p>Дивидендларнинг сигнал назарияси</p>	<p align="center">М.Миллер К.Рок.</p>	<p>Муаллифларнинг таъкидлашича, катта дивиденд тўловлари бозор иштирокчиларига компаниянинг етарлича молиявий барқарорлиги ва юқори инвестицион жозибдорлиги ҳақида “сигнал беради”, бу эса объект ҳақида ахборотларнинг асимметрия даражасини камайтиради. Дивидендлар миқдори акциялар бозор қийматининг муҳим фактори ҳисобланади: дивидендлар миқдорининг пасайиши акциялар бозор қиймати пасаяди, бироқ доимо ҳам дивидендларнинг ўсиши акция бозор қийматининг ортишига олиб келмайди.</p>

Республикамизда акциядорлик жамиятлари дивиденд тўловлари билан боғлиқ масалаларини кўриб чиқишни ва дивиденд сиёсатини ишлаб чиқишни «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги, «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Қонунлар ҳамда «Дивиденд сиёсати тўғрисида»ги низом ва бошқа норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар талабларига мувофиқ амалга оширади.

Юқорида кўриб чиқилган барча назариялар ўзаро боғланган ва акциядорларнинг умумий даромади кўпайиши, корпорациянинг жорий ҳамда инвестиция фаолиятининг етарлича молияланишини таъминлашни ўз олдига мақсад қилиб кўйган.

Ушбу назарияларнинг амалиётда қўлланиши корпорациянинг дивиденд сиёсатини танлашига нисбатан учта ёндашувни шакллантириш имконини берди: «консерватив», «муросали» ва «тажовузкор». Ушбу ёндашувларнинг ҳар бирига дивиденд сиёсатининг маълум бир хили мос келади.

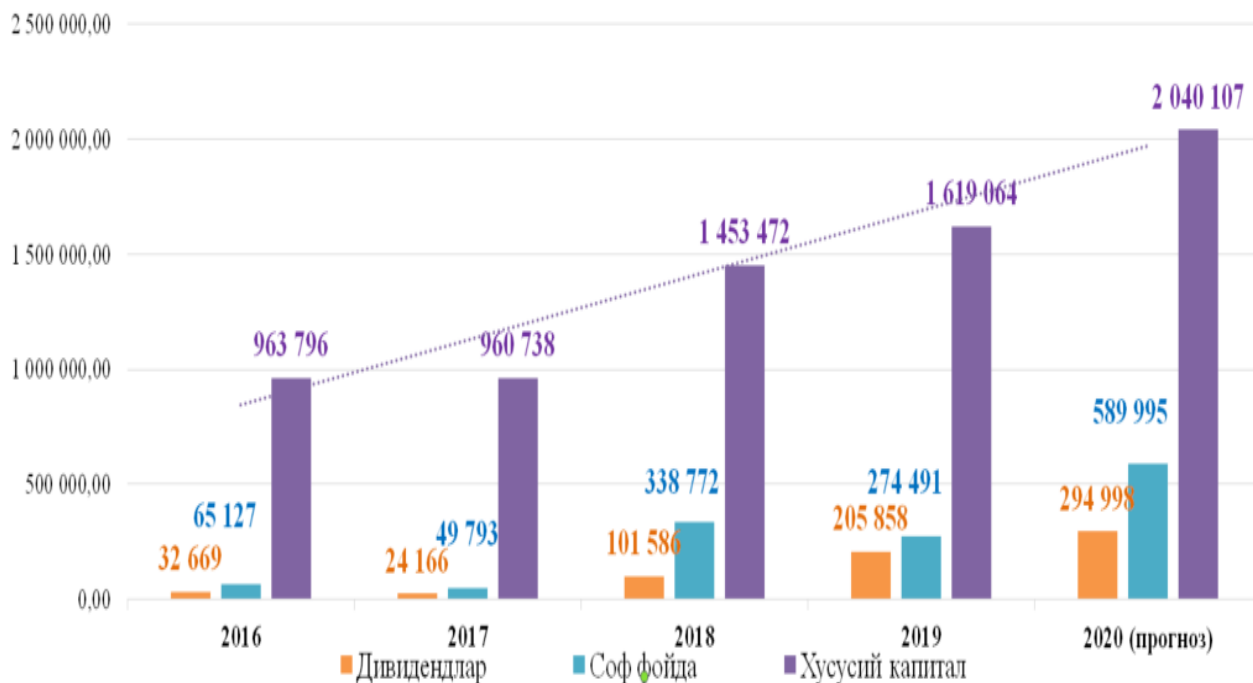
2-жадвал

Корпорациянинг дивиденд сиёсатини танлашга нисбатан асосий ёндашувлар

Дивиденд сиёсатини шакллантиришга нисбатан ёндашувлар	Фойдаланиладиган дивиденд сиёсатининг вариантлари
I. Консерватив ёндашув	1. Дивиденд тўловларининг қолдиқ сиёсати 2. Дивиденд тўловларининг барқарор миқдори сиёсати
II. Муросали ёндашув	3. Алоҳида даврларда устама ҳақи тўланиши билан дивидендларнинг энг кам барқарор миқдори сиёсати
III. Тажовузкор ёндашув	4. Дивидендларнинг барқарор даражаси сиёсати 5. Дивиденд миқдорининг доимий ошиши сиёсати

Одатда, дивиденд сиёсатини шакллантиришга нисбатан консерватив ёндашув чоғида дивиденд тўловларининг қолдиқ сиёсати ёки дивиденд тўловларининг барқарор миқдори сиёсатидан фойдаланилади.

Мисол тариқасида қуйида «ҚИЗИЛҚУМЦЕМЕНТ» АЖ нинг 2016-2020 йиллар давомидаги соф фойда миқдори ва ундан ажратилган дивидендлар миқдори ҳақида маълумотлар келтириб ўтамиз.



1-расм. 2016-2019 йиллар давомида Жамият томонидан тўланган дивидендларнинг соф фойда ва хусусий капитал билан солиштирилган динамикаси (млн. сум)

Ўзбекистон Республикасининг 2020 йил 25 декабрдаги «2021 йил учун Ўзбекистон Республикаси Давлат бюджети тўғрисида»ги 657-сонли Қонуни 12-моддасига мувофиқ, Давлат корхоналари ҳамда устав капиталида 50 фоиз ва ундан ортиқ давлат улуши мавжуд бўлган юридик шахслар томонидан 2021 йилнинг 1 июлига қадар 2020 йил якунлари бўйича ўз соф фойдасининг 50 фоизидан кам бўлмаган миқдорда Ўзбекистон Республикаси Давлат бюджетига тегишли равишда ажратмалар ва давлат улуши бўйича дивидендлар ҳисобланади ҳамда 2021 йилнинг 1 сентябридан кечиктирмасдан тегишли даражадаги бюджетларга ўтказилиши белгиланган.

Агар юқорида таъкидлаганимиздек, Жамият ўз соф фойдасининг 50% ини дивиденд тўловига йўналтирса, бу йил бир дона акция учун 659,19 сўм дивиденд берилишини кутишимиз мумкин.

3-жадвал

**2016-2020 йиллар давомида «Қизилқумцемент» АЖ томонидан
тўланган дивидендлар ва уларнинг номиналга нисбатан фоизи ҳақида
маълумот¹**

Қарор қабул қилинган сана	Акциялар сони	Бир дона акцияга тўғри келган дивиденд миқдори (сўмда)	Номиналга нисбатан (фоизда)
2016 йил.	447 516 900	12,00	0,76
2017 йил.	447 516 900	73,00	4,65
2018 йил.	447 516 900	54,00	3,44
2019 йил.	447 516 900	227,00	14,46
2020 йил.	447 516 900	460,00	29,29
2021 йил прогноз	447 516 900	659,19	41,99

Оладиган дивиденд миқдори бугунги кунда акциялар бозор нархининг (20.04.2021й. ҳолатига) 10,90%ини ташкил этмоқда.

Корпорациянинг дивиденд сиёсатини шакллантириш ва олиб боришни куйидаги изчилликда амалга ошириш мақсадга мувофиқ:

- дивиденд сиёсатига таъсир кўрсатувчи омиллари баҳолаш;
- дивиденд сиёсатининг хилини танлаш;
- дивиденд сиёсатининг танланган хилига мувофиқ фойдани тақсимлаш

механизмини аниқлаш:

- бир акцияга дивиденд тўловларини ҳисоблаш;
- дивидендларни тўлашнинг энг мақбул шаклини танлаш.

Дивиденд сиёсатининг шаклланишини белгилаб берувчи омилларнинг асосий гуруҳига компаниянинг ивестиция эҳтиёжини тавсифловчи омилларни киритиш лозим. Уларга:

- компания ҳаётий даврининг босқичи;
- компания ўз инвестиция дастурларини кенгайтириши зарурати;

¹ Муаллиф томонидан тузилган

• юқори даражадаги самарадорликка эга бўлган инвестиция лойиҳаларининг мавжудлиги киради.

Дивиденд сиёсатининг хилини танлаш компания эришишни кўзлаган мақсадга боғлиқ. Айрим ҳолларда дивиденд тўловларининг барқарор миқдорини ушлаб туриш фойдадан холи бўлмайди. Бундай ёндашувнинг афзаллиги шундан иборатки, акциядор маълум бир вақт мобайнида қимматли қоғозлар бўйича қатъий белгиланган даромадни олишини олдиндан билади. Мамлакатимиз тижорат банклари ва инвестиция фондлари қатор йиллар мобайнида ана шундай сиёсатни амалга оширишди.

Хулоса ва таклифлар

Фикримизча, акциядорлик жамиятлари томонидан дивиденд сиёсатини шакллантиришда қуйидаги асосий омиллар ҳисобга олиниши керак:

- компаниянинг инвестицион имкониятлари;
- компания фаолиятини муқобил манбалардан молиялаштириш имкониятлари;
- дивиденд тўловлари бўйича қонунчиликдаги ва бошқа объектив чекловлар;
- бошқа омиллар (компанияларнинг тўловга лаёқатлилиги, рақобатчи компанияларнинг дивиденд сиёсати ва бошқалар).

1. Кўпгина ривожланган давлатларда дивидендларни тўлаш тартиблари стандартлаштирилган бўлиб, у бир нечта босқичларда ва ҳар бир босқич маълум бир аниқ саналарда амалга оширилиши қонунчилик даражасида белгилаб қўйилган. Ушбу амалиётни республикамиз акциядорлик жамиятлари дивиденд сиёсатини юритиш жараёнига тадбиқ этиш лозим, деб ўйлаймиз. Зеро, дивиденд тўловларини тўлашда аниқ белгиланган ва ягона қоидаларнинг йўқлиги дивидендларни тўлаш жараёнининг шаффофлигини пасайтиради. Бу эса инвесторларни уларга тўланадиган ёки тўланмайдиган дивидендлар тўғрисида маълумотларни олдиндан билган ҳолда акцияларни сотиш ва сотиб олиш имкониятидан маҳрум қилади. Шу билан биргаликда хорижий бозорларда қабул қилинган акциядорлик жамиятлари ва қимматли қоғозлар тўғрисидаги ахборотларни ошкор қилиш стандартларига ҳам зид келади.

2. Акциядорлик жамиятлари дивиденд сиёсати уларнинг инвестицион жозибадорлигига бевосита таъсир этиш хусусиятидан келиб чиққан ҳолда республикамизда акциядорлик жамиятлари томонидан дивиденд тўловларини тўлаш ҳолатини акс эттирувчи махсус индекс жорий қилиниши мақсадга мувофиқ, деб ўйлаймиз. Умуман олганда республикамиздаги акциядорлик

жамиятлари томонидан юритилаётган дивиденд сиёсати инвестицион фаолиятнинг амалга оширилиши ва ривожланишига тўсқинлик қилмасдан, аксинча акциядорлар талаблари ва компания хўжалик фаолиятининг риволаниш имкониятлари ўртасидаги оптимал нисбатни таъминлаши ва пировардида республикамиз иқтисодиётининг ривожланишига ҳисса қўшиши керак.

Чет эл мутахассисларининг фикрича, таҳлилий тадқиқотларга асосланиб ишлаб чиқилган дивиденд соҳасидаги сиёсатга мувофиқ фаолият кўрсатувчи ҳар қандай корпорация сармоядорларнинг эътиборини ўзига жалб қилади, чунки бунда компания ҳаракатларини олдиндан баҳолаш ва акциядорлар даромадларини рсжалаштириш имконияти мавжуд бўлади.

Ўз навбатида, дивидендлар фақат соф фойда ҳисобидан барча инвестиция лойиҳалари молиялаштирилган бўлса тўланади. Агар соф фойдани қайта инвестициялаш учун йўналтириш мақсадга мувофиқ бўлса, у ҳолда дивидендлар тўланмайди. Аксинча, агар корпорацияда самарали инвестиция лойиҳалари мавжуд бўлмаса, у ҳолда соф фойда тўлиқ ҳажмда дивидендларни тўлаш учун йўналтирилиши мақсадга мувофиқдир. Шу муносабат билан акциядорлик жамиятларида қандай дивиденд сиёсати юритишнинг ўрни шу қадар муҳимки у нафақат фаол инвестиция сиёсатини юритиш балки жамият акцияларининг бозор баҳосига тўғридан-тўғри таъсир этиши натижасида акцияларнинг бозор нархини белгилаб беради ва жамият бозор капитализациясини оширишга хизмат қилади.

Адабиётлар рўйхати:

1. Ўзбекистон Республикаси “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги қонуни, 2014 йил 6 май 48-модда.
2. Элмирзаев С.Э. Корпоратив молия, Ўқув қўлланма, Тошкент, “Иқтисод Молия”, 2015. 202-бет.
3. Baker, H. Kent (Harold Kent), Dividends and dividend policy, JohnWiley& Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2009.
4. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: учебник. 4-е изд., пере-раб. и доп. М.: Национальное образование, 2013. 768 с.
5. EugeneF. Brigham, MichaelC. Ehrhardt. Financial Management.Theory and practice.12e.Thompson Learning, Inc. 2008.P.640-647.

6. Khujamurodov A.J. Trends of development of the Uzbekistan stock market and analysis of influencing factors Бюллетень науки и практики 4 (1) 2018

7. Khujamurodov A.J. Analysis of development of the infrastructure of the stock market in Uzbekistan and the methodology of its estimation Theoretical & Applied Science 61 (05), 168-176, 2018

8. I. Sherquzieva The role of dividend policy in the financial management system of joint stem of joint-stock comp ock companies. “Халқаро молия ва ҳисоб” илмий электрон журнали. № 3, июнь, 2019 йил

9. Merton H. Miller, Franco Modigliani, Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, The Journal of Business, Vol. 34, No. 4 (Oct., 1961), pp. 411-433.

10. M. J. Gordon, Dividends, Earnings, and Stock Prices, The Review of Economics and Statistics, Vol. 41, No. 2, Part 1 (May, 1959), pp. 99-105;

11. John Lintner, Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, The American Economic Review, Vol. 46, No. 2, Papers and Proceedings of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association. (May, 1956), pp. 97-113.

12. Акциядорлик жамиятлари “Дивиденд сиёсати тўғрисида”ги Низом маълумотлари асосида муаллиф ишланмаси.

13. www.openinfo.uz - Корпоратив ахборот ягона портали маълумотлари асосида муаллиф ишланмаси.