



AKTUAR MOLIYA VA BUXGALTERIYA HISOBI ILMIY JURNALI

Vol. 6 Issue 08 | pp. 63-73 | ISSN: 2181-1865

Available online <https://finance.tsue.uz/index.php/afa>

AKSIYADORLIK JAMIYATLARIDA DIVIDEND SIYOSATINI YURITISHNING AYRIM METODOLOGIK JIHATLARI



Sherkuziyeva Nasiba Abrorovna

Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti dotsenti, PhD

Annotatsiya: Mazkur maqolada aksiyadorlik jamiyatlarida samarali dividend siyosati strategiyalarini ishlab chiqishning nazariy va uslubiy asoslari tadqiq etilgan. Unda dividend siyosatining kompaniya kapitallashuvi, investitsion jozibadorligi va moliyaviy barqarorligiga ta'siri tahlil qilinib, dividendlar va aksiyalar narxining o'sishi o'rtasidagi muvozanatni saqlash masalalari, shuningdek, dividendlarni baholash modeli va Gordon o'sish modelining amaliy ahamiyati yoritib berilgan. Muallif tomonidan dividend siyosati nafaqat foydani taqsimlash mexanizmi, balki korporativ boshqaruv sifatini oshirish va bozorda "signal effekti" yaratish vositasi sifatida asoslab berilgan.

Abstract: This article examines the theoretical and methodological foundations for developing effective dividend policy strategies in joint-stock companies. It analyzes the impact of dividend policy on corporate capitalization, investment attractiveness, and financial stability, while highlighting the issues of maintaining a balance between dividend payments and stock price appreciation. Furthermore, the practical significance of the Dividend Valuation Model (DVM) and the Gordon Growth Model is elucidated. The author argues that dividend policy serves not only as a mechanism for profit distribution but also as a tool for enhancing the quality of corporate governance and creating a "signaling effect" in the market.

Аннотация. В данной статье исследуются теоретические и методологические основы разработки эффективных стратегий дивидендной политики акционерных обществ. В ней анализируется влияние дивидендной политики на капитализацию компании, её инвестиционную привлекательность и финансовую устойчивость, а также исследуются вопросы поддержания баланса между дивидендными выплатами и ростом стоимости акций. Кроме того, раскрывается практическая значимость модели оценки дивидендов (DVM) и модели Гордона. Автор обосновывает, что дивидендная политика является не только механизмом распределения прибыли, но и инструментом повышения качества корпоративного управления и создания «сигнального эффекта» на рынке.

Tayanch iboralar: aksiyadorlik jamiyatlari, dividend, dividend siyosati, aksiya daromadlilik, dividend strategiyasi, dividendlarni baholash modeli (DVM), Gordon o'sish modeli.

Keywords: joint-stock companies, dividend, dividend policy, share return, dividend strategy, dividend valuation model (DVM), Gordon growth model.

Ключевые слова: Акционерные общества, дивиденд, дивидендная политика, доходность акций, дивидендная стратегия, модель оценки дивидендов (DVM), модель роста Гордона.

KIRISH

Jahon iqtisodiyotining globallasuvi va kapital bozorlari integratsiyalashuvining chuqurlashuvi sharoitida aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatini samarali tashkil etish masalalari korporativ moliyaning eng muhim yo'nalishlaridan biriga aylanmoqda. Ayniqsa, aksiyadorlik jamiyatlarida dividend siyosatini oqilona yuritish korxonaning moliyaviy barqarorligini ta'minlash, investorlar ishonchini mustahkamlash hamda kompaniya bozor qiymatini oshirishning muhim omili sifatida namoyon bo'lmoqda. Dividend siyosati korxona tomonidan olingan sof foydaning qanday nisbatda taqsimlanishi, uning qaysi qismi dividend sifatida aksiyadorlarga yo'naltirilishi yoki qayta investitsiya qilinishi bilan bog'liq strategik qarorlar tizimini ifodalaydi.

Bozor iqtisodiyoti sharoitida aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatining samaradorligi ko'p jihatdan investorlarning kapital bozoriga bo'lgan ishonchi va kompaniyaning moliyaviy natijalariga bog'liq hisoblanadi. Shu nuqtai nazardan dividend siyosati nafaqat aksiyadorlar daromadlarini shakllantirish vositasi, balki korxonaning investitsion jozibadorligini oshiruvchi, korporativ boshqaruv sifatini belgilovchi hamda fond bozori faolligini rag'batlantiruvchi muhim moliyaviy instrument sifatida namoyon bo'ladi. Ayniqsa, rivojlanayotgan mamlakatlarda fond bozori infratuzilmasini takomillashtirish va investorlar manfaatlarini himoya qilish jarayonida dividend siyosatini samarali tashkil etish dolzarb ahamiyat kasb etmoqda.

Xalqaro amaliyotda dividend siyosatini yuritishning turli modellari va metodologik yondashuvlari shakllangan bo'lib, ular kompaniyaning moliyaviy strategiyasi, investitsion ehtiyojlari, likvidlilik darajasi, kapital tarkibi hamda aksiyadorlar manfaatlarini bilan chambarchas bog'liqdir. Xususan, rivojlangan davlatlar tajribasida dividend siyosatini shakllantirishda barqaror dividend to'lovlari, maqsadli dividend normasi, qoldiq tamoyili va aksiyalarni qayta sotib olish mexanizmlaridan keng foydalaniladi. Mazkur yondashuvlar kompaniya qiymatini oshirish, kapital bozoridagi raqobatbardoshlikni ta'minlash hamda uzoq muddatli moliyaviy barqarorlikka erishishga xizmat qiladi.

Dividend siyosati nazariy jihatdan ham iqtisodchi olimlar tomonidan keng tadqiq qilingan. Modigliani va Millerning dividend irrelevantligi nazariyasi, Gordon va Lintnerning "qo'ldagi qush" konsepsiyasi, Jensen va Mecklingning agentlik nazariyasi hamda Bhattacharya va Rossning signal nazariyasi dividend siyosatini shakllantirishning ilmiy-metodologik asoslarini tashkil etadi. Mazkur nazariyalarda dividend siyosatining kompaniya qiymati, investorlar xatti-harakati va korporativ boshqaruv tizimiga ta'siri turlicha talqin etiladi. Shu bilan birga, zamonaviy ilmiy tadqiqotlarda dividend siyosatini yuritishda makroiqtisodiy omillar, soliqqa tortish tizimi, axborot assimetriyasi, korporativ boshqaruv sifati va fond bozori rivojlanish darajasi kabi omillarning ta'siri ham alohida o'rganilmoqda.

O'zbekiston iqtisodiyotida ham so'nggi yillarda kapital bozorini rivojlantirish, aksiyadorlik jamiyatlari faoliyati samaradorligini oshirish hamda korporativ boshqaruv tizimini takomillashtirishga qaratilgan keng ko'lamli islohotlar amalga oshirilmoqda. Xususan, aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish, fond bozori instrumentlarini diversifikatsiya qilish, kompaniyalarning investitsion jozibadorligini oshirish va xalqaro moliya bozorlariga integratsiyalashuvni kuchaytirish masalalari ustuvor vazifalardan biri sifatida belgilanmoqda. Bunday sharoitda aksiyadorlik jamiyatlarida dividend siyosatini

zamonaviy metodologik yondashuvlar asosida tashkil etish va uni takomillashtirish bo'yicha ilmiy izlanishlar olib borish muhim ahamiyat kasb etadi.

Shuningdek, mamlakatimizda ayrim aksiyadorlik jamiyatlarida dividend to'lovlarining barqaror emasligi, foydani taqsimlash mexanizmlarining yetarlicha samarali shakllanmaganligi, investitsion ehtiyojlar bilan aksiyadorlar manfaatlari o'rtasidagi muvozanatning to'liq ta'minlanmayotgani kabi muammolar mavjudligi mazkur masalaning dolzarbligini yanada oshiradi. Dividend siyosatini ilmiy asoslangan holda yuritish korxonalarining moliyaviy resurslardan samarali foydalanishiga, investitsion faollikni oshirishga hamda korporativ boshqaruv sifatini yaxshilashga xizmat qiladi.

Mazkur maqolaning asosiy maqsadi aksiyadorlik jamiyatlarida dividend siyosatini yuritishning metodologik jihatlarini ilmiy-nazariy asosda tadqiq etish, xorijiy tajribalarni o'rganish hamda dividend siyosatini takomillashtirish bo'yicha ilmiy-amaliy xulosalar ishlab chiqishdan iborat. Tadqiqot davomida dividend siyosatining iqtisodiy mohiyati, unga ta'sir etuvchi omillar, dividend to'lovlarini tashkil etish mexanizmlari hamda korporativ boshqaruv tizimidagi o'rni kompleks ravishda tahlil qilinadi. Shu nuqtai nazardan, aksiyadorlik jamiyatlarida dividend siyosatini samarali tashkil etish masalalarini chuqur tadqiq etish nafaqat alohida korxonalar moliyaviy barqarorligini ta'minlash, balki milliy kapital bozorining rivojlanishi, investorlar faolligining oshishi va iqtisodiyotning investitsion salohiyatini mustahkamlashda ham muhim ilmiy-amaliy ahamiyatga ega hisoblanadi.

ADABIYOTLAR SHARHI

Dividend siyosati korporativ moliyaning eng dolzarb va murakkab yo'nalishlaridan biri hisoblanib, u aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatida sof foydani taqsimlash, aksiyadorlar manfaatlarini ta'minlash hamda korxonaning uzoq muddatli investitsion rivojlanishi o'rtasidagi muvozanatni shakllantirishga xizmat qiladi. Zamonaviy ilmiy adabiyotlarda dividend siyosatining metodologik jihatlarini korporativ boshqaruv samaradorligi, kompaniya qiymatini oshirish hamda investorlar ishonchini mustahkamlash nuqtai nazaridan keng tadqiq etilgan^{1,2}.

Dividend siyosatining nazariy asoslari ilk bor M.Modigliani va F.Miller tomonidan ishlab chiqilgan bo'lib, ular 1961-yilda ilgari surgan "dividend irrelevantligi nazariyasi"ga ko'ra, mukammal bozor sharoitida dividend to'lovlari kompaniya qiymatiga sezilarli ta'sir ko'rsatmaydi³. Olimlarning fikricha, korxona qiymati asosan uning investitsion faoliyati va aktivlar rentabelligi bilan belgilanadi. Biroq keyingi tadqiqotlarda real iqtisodiyotda soliqlar, tranzaksiya xarajatlari, axborot assimetriyasi va agentlik muammolari mavjudligi sababli dividend siyosati kompaniya moliyaviy barqarorligining muhim indikatoriga aylanishi ta'kidlangan⁴.

J.Lintner dividend siyosatini tadqiq qilgan eng muhim olimlardan biri bo'lib, u kompaniyalar dividendlarni keskin o'zgartirishdan qochishini va aksariyat korxonalar "barqaror dividend" tamoyiliga amal qilishini ilmiy asoslab bergan⁵. Olimning

¹ Brealey R., Myers S., Allen F. Principles of Corporate Finance. – 13th edition. – New York: McGraw-Hill Education, 2020. – 992 p.

² Damodaran A. Applied Corporate Finance. – 4th edition. – New York: Wiley Finance, 2015. – 672 p.

³ Modigliani F., Miller M. The Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journal of Business. – 1961. – Vol.34. – No.4. – P.411–433.

⁴ La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Agency Problems and Dividend Policies Around the World // Journal of Finance. – 2000. – Vol.55. – No.1. – P.1–33.

⁵ Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes // American Economic Review. – 1956. –

ta'kidlashicha, menejerlar dividend miqdorini belgilashda joriy foyda hajmidan tashqari kelajakdagi moliyaviy barqarorlikni ham inobatga oladilar. Mazkur yondashuv dividend siyosatini shakllantirishda ehtiyotkorlik tamoyili muhimligini ko'rsatadi.

M.Gordon va J.Williams tomonidan ishlab chiqilgan "qo'ldagi qush nazariyasi" dividendlarning investorlar uchun ahamiyatini asoslaydi^{6,7}. Ushbu nazariyaga ko'ra, investorlar kelajakdagi noaniq kapital o'sishidan ko'ra joriy dividendlarni afzal deb hisoblaydilar. Natijada yuqori dividend to'lovlarini amalga oshiruvchi kompaniyalarning bozordagi investitsion jozibadorligi ortadi. Mazkur yondashuv dividend siyosatini investorlar ishonchini shakllantiruvchi muhim omil sifatida talqin qiladi.

Dividend siyosatining metodologik jihatlarini o'rganishda agentlik nazariyasi ham alohida ahamiyat kasb etadi. M.Jensen va W.Meckling tadqiqotlarida dividendlar menejerlar va aksiyadorlar o'rtasidagi manfaatlar ziddiyatini kamaytiruvchi vosita sifatida talqin etilgan⁸. Ularning fikricha, erkin pul oqimlarining dividend sifatida aksiyadorlarga yo'naltirilishi menejerlarning mablag'lardan samarasiz foydalanish ehtimolini qisqartiradi⁹. Shu sababli dividend siyosati korporativ boshqaruv mexanizmlarining tarkibiy elementi sifatida qaraladi.

Keyingi yillarda dividend siyosatini shakllantirishda signal nazariyasi keng qo'llanilmoqda. S.Bhattacharya, S.Ross va boshqa olimlarning ilmiy ishlarida dividend to'lovlari kompaniyaning moliyaviy holati haqida bozordagi investorlar uchun muhim axborot signali ekanligi asoslangan^{10,11}. Dividendlarning oshirilishi korxonaning kelajakdagi daromadlilik darajasi yuqori ekanligini anglatishi mumkin. Aksincha, dividendlarning qisqartirilishi yoki bekor qilinishi bozorda salbiy signal sifatida qabul qilinadi.

Xorijiy iqtisodchi olimlar bilan bir qatorda MDH va O'zbekiston iqtisodchi olimlari tomonidan ham dividend siyosatining nazariy va amaliy jihatlarini tadqiq qilingan. Xususan, korporativ boshqaruv samaradorligini oshirish, aksiyadorlar manfaatlarini himoya qilish hamda fond bozori rivojlanishini jadallashtirishda optimal dividend siyosatini shakllantirish muhim omil sifatida baholanadi. Shuningdek tadqiqotlarda dividend siyosatini ishlab chiqishda kompaniyaning moliyaviy natijalari, investitsion ehtiyojlari, likvidlilik darajasi, kapital tarkibi va bozor kon'yunkturasi kabi omillarni kompleks baholash zarurligi qayd etilgan.^{12,13}

Shuningdek, ilmiy adabiyotlarda dividend siyosatini yuritishning konservativ, mo'tadil va agressiv modellari ajratib ko'rsatiladi¹⁴. Konservativ siyosatda asosiy e'tibor reinvestitsiyaga qaratilib, dividendlar minimal darajada to'lanadi. Mo'tadil siyosatda

Vol.46. – No.2. – P.97–113.

⁶ Gordon M.J. Dividends, Earnings and Stock Prices // Review of Economics and Statistics. – 1963. – Vol.41. – No.2. – P.99–105.

⁷ Williams J.B. The Theory of Investment Value. – Cambridge: Harvard University Press, 1938. – 620 p.

⁸ Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol.3. – No.4. – P.305–360.

⁹ Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // American Economic Review. – 1986. – Vol.76. – No.2. – P.323–329.

¹⁰ Bhattacharya S. Imperfect Information, Dividend Policy and "The Bird in the Hand" Fallacy // Bell Journal of Economics. – 1979. – Vol.10. – No.1. – P.259–270.

¹¹ Ross S. The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach // Bell Journal of Economics. – 1977. – Vol.8. – No.1. – P.23–40.

¹² Elmirzayev S. Korporativ moliya. – Toshkent: Iqtisod-Moliya, 2019. – 420 b.

¹³ Sherkuzyeva N.A. The role and place of dividend policy in the company's financial management system // Journal of Advanced Scientific Research (ISSN: 0976-9595). – 2023. – T. 3. – №. 11.

¹⁴ Damodaran A. Applied Corporate Finance. – 4th edition. – New York: Wiley Finance, 2015. – 672 p.

aksiyadorlar manfaatlari va korxona rivojlanishi o'rtasida muvozanat saqlanadi. Agressiv dividend siyosatida esa aksiyadorlarga yuqori dividendlar to'lash orqali bozordagi investitsion jozibadorlikni oshirish maqsad qilinadi. Mazkur yondashuvlar dividend siyosatini tanlashda korxonaning strategik maqsadlari muhim ahamiyat kasb etishini ko'rsatadi.

Umuman olganda, ilmiy adabiyotlar tahlili shuni ko'rsatadiki, dividend siyosati aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy strategiyasining muhim tarkibiy qismi hisoblanadi. Dividend siyosatini samarali tashkil etish kompaniya qiymatini oshirish, investorlar ishonchini mustahkamlash, fond bozori faolligini kengaytirish hamda korporativ boshqaruv samaradorligini ta'minlashda muhim ahamiyat kasb etadi¹⁵. Shu bois zamonaviy iqtisodiy sharoitda dividend siyosatini yuritishning metodologik asoslarini chuqur tadqiq etish dolzarb ilmiy-amaliy vazifalardan biri bo'lib qolmoqda.

TADQIQOT METODOLOGIYASI

Mazkur maqolada aksiyadorlik jamiyatlarida dividend siyosatini yuritishning ayrim metodologik jihatlarini o'rganishda dividendlarni baholash modeli (DVM) hamda Gordon o'sish modeliga e'tibor qaratilgan. Mazkur modellarning o'ziga xos xususiyatlari hamda dividend siyosatidagi jarayonlarga ta'siri o'rganilgan. Shuningdek, ilmiy mushohada, analiz, sintez kabi usullardan ham foydalanilgan.

TAHLIL VA NATIJALAR

Aksiyadorlar uchun boylik yaratishning asosan ikki yo'li farqlanib, bular dividendlar to'lash va aksiyalar narxining o'sishidir. Ushbu ikki mexanizm o'zaro chambarchas bog'liq bo'lib, kompaniya moliyaviy strategiyasining markaziy elementini tashkil etadi. Agar kompaniya barcha foydasini dividend sifatida taqsimlab yuborsa, kelgusida o'sishni ta'minlaydigan reinvestitsiyalar uchun mablag' qolmaydi. Natijada aksiyalar narxining uzoq muddatli o'sish salohiyati cheklanib qoladi. Aksincha, foydaning katta qismi kompaniya ichida saqlab qolinib, rivojlanish loyihalariga yo'naltirilsa, dividend darajasi qisqa muddatda past bo'lishi mumkin. Biroq bunday yondashuv ishlab chiqarish quvvatlarini kengaytirish va raqobatbardoshlikni oshirish orqali aksiyalar qiymatini ko'tarishga xizmat qiladi. Shu sababli har bir foydali kompaniya dividend to'lash va foydani saqlab qolish o'rtasida optimal nisbatni aniqlashi zarur. Bu qaror kompaniyaning o'sish bosqichi, investitsion imkoniyatlari va bozor sharoitlariga bevosita bog'liq bo'ladi. Yetuk va barqaror kompaniyalar odatda yuqoriroq dividend siyosatini tanlaydi. Chunki ularning yangi yuqori rentabelli investitsiya imkoniyatlari nisbatan cheklangan bo'ladi. Tez rivojlanayotgan kompaniyalar esa foydaning katta qismini reinvestitsiya qilishni afzal ko'radi. Bu holat kelajakda aksiyalar narxining sezilarli o'sishini ta'minlashga qaratilgan bo'ladi. Dividendlar investorlar uchun barqaror pul oqimini ta'minlab, moliyaviy ishonchni oshiradi. Aksiyalar narxining o'sishi esa kapitalning ko'payishi orqali uzoq muddatli boylik yaratadi. Shunday ekan, investorlar kompaniya dividend siyosatini baholashda uning o'sish strategiyasini ham inobatga olishlari lozim. Noto'g'ri tanlangan dividend siyosati kompaniya qiymatining pasayishiga olib kelishi mumkin. To'g'ri muvozanat esa aksiyadorlar manfaatlari va kompaniya rivojlanishini uyg'unlashtiradi.

¹⁵ Fama E., French K. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? // Journal of Financial Economics. – 2001. – Vol.60. – No.1. – P.3–43.

Moliyaviy menejmentning asosiy vazifalaridan biri aynan shu muvozanatni saqlashdan iborat. Dividendlar va aksiyalar narxi o'sishi o'rtasidagi o'zaro ta'sir kapital bozorida muhim signal vazifasini bajaradi. Shu bois dividend siyosati kompaniyaning uzoq muddatli qiymatini shakllantirishda strategik ahamiyatga ega.

Dividendlarni baholash modeli (Dividend Valuation Model – DVM) korxona aksiyalarining bozor qiymatini aniqlashda fundamental yondashuvlardan biri hisoblanib, ushbu modelga ko'ra aksiyaning joriy qiymati investorlar kutayotgan kelajakdagi dividend to'lovlarining diskontlangan qiymati bilan belgilanadi, ya'ni investor aksiyani sotib olayotganda uning narxi kelajakda olinadigan pul oqimlari (dividendlar)ning joriy qiymatiga teng bo'lishi kerak, aks holda u ushbu narxda investitsiya kiritmaydi. Mazkur modelning asosiy formulasi quyidagicha ifodalanadi:

$$P_0 = D_0 (1 + g) / (r_e - g) \quad (1)$$

bu yerda:

P_0 – vaqtning 0 nuqtasidagi (joriy) ex-dividend aksiya narxi;

D_0 – hozirgi dividend (ya'ni yaqinda to'langan yoki to'lanishi kutilayotgan dividend);

r_e – aksiyadorlik kapitalining qiymati (cost of equity);

g – dividendlarning kelajakdagi yillik o'sish sur'ati.

Ushbu formuladan ko'rinib turibdiki, aksiyaning qiymati dividendlarning kutilayotgan o'sishi va kapital qiymati o'rtasidagi farqqa bevosita bog'liq bo'lib, agar dividend o'sish sur'ati yuqori bo'lsa, aksiya narxi ham yuqoriroq baholanadi, aksincha, kapital qiymati oshib borishi aksiya qiymatini pasaytiradi.

Shuningdek, modelning muhim jihatlaridan biri shundaki, P_0 ko'rsatkichi ex-dividend qiymatni ifodalaydi, chunki model bir yil o'tgach olinadigan birinchi pul oqimiga asoslanadi, ya'ni agar aksiya cum-dividend bo'lsa, u holda dividend juda tez orada to'lanadi va bu modelning asosiy farazlariga zid keladi. Formulaning yuqori qismidagi $D_0(1+g)$ ifodasi esa kelgusi davrda (1-vaqtda) olinadigan dividendni bildiradi, bunda muhim nazariy faraz shundan iboratki, dividend o'sish sur'ati g joriy dividenddan keyingi dividendga ham tatbiq etiladi, biroq amaliyotda kompaniyaning dividend siyosati o'zgarishi natijasida bu shart har doim ham bajarilmasligi mumkin.

Mazkur modelni yanada sodda shaklda quyidagicha yozish mumkin:

$$P_0 = D_1 / (r_e - g) \quad (2)$$

bu yerda:

P_0 – vaqtning 0 nuqtasidagi (joriy) ex-dividend aksiya narxi;

D_1 – birinchi yil oxirida olinadigan dividend hisoblanadi;

r_e – aksiyadorlik kapitalining qiymati (cost of equity);

g – dividendlarning kelajakdagi yillik o'sish sur'ati.

Dividendlarni baholash modeli aksiyalar qiymatini aniqlashda nazariy jihatdan sodda va intuitiv bo'lishiga qaramay, uning amaliy qo'llanilishi ko'p jihatdan kelajakdagi dividend siyosati, o'sish sur'atlari va kapital qiymatini aniqlashdagi noaniqliklar bilan chambarchas bog'liq bo'lib, bu esa investorlar va moliyaviy tahlilchilar tomonidan ehtiyotkorlik bilan qo'llanilishini talab etadi.

Dividendlar bo'yicha yana bir model – Gordon o'sish modeli (Gordon Growth Model) dividend baholash modelining kengaytirilgan shakli sifatida qaralib, u nafaqat

aksiyalar qiymatini aniqlash, balki dividendlarning o'sish manbalarini tushuntirishga ham xizmat qiladi, ya'ni ushbu modelga ko'ra kompaniya qiymati uning dividend siyosati, reinvestitsiya darajasi va investitsiyalardan olinadigan rentabellik o'rtasidagi o'zaro bog'liqlik orqali shakllanadi. Mazkur modelning asosiy g'oyasi shundan iboratki, agar kompaniya o'z faoliyatida keskin texnologik sakrashlar yoki jiddiy moliyaviy yo'qotishlarga duch kelmasa, uning o'sishi mavjud faoliyatni kengaytirish orqali yuzaga keladi, ya'ni yangi ishlab chiqarish quvvatlari, asosiy vositalar va boshqa uzoq muddatli aktivlarga investitsiya qilish hisobiga amalga oshiriladi.

Bunday kengayish esa, odatda, tashqi moliyalashtirish manbalaridan tashqari, ichki resurslar – ya'ni taqsimlanmagan foyda hisobiga moliyalashtiriladi, chunki agar kompaniya barcha daromadini dividend sifatida to'lab yuborsa, unda qo'shimcha investitsiya qilish uchun kapital qolmaydi, natijada aktivlar hajmi o'zgarmaydi va foyda ham o'sishsiz qoladi. Shu nuqtai nazardan, Gordon modeli dividendlar va foydaning o'sish sur'atini quyidagi formula orqali ifodalaydi:

$$g = b \times R \quad (3)$$

bu yerda g – dividendlar va foydaning yillik o'sish sur'ati;

b – foydaning reinvestitsiya qilinadigan qismi (retention ratio);

R – yangi investitsiyalardan olinadigan rentabellik darajasi.

Mazkur tenglama iqtisodiy jihatdan shuni anglatadiki, kompaniya qancha ko'p foydani qayta investitsiya qilsa (b yuqori bo'lsa), shuncha yuqori o'sish sur'atiga erishadi, chunki qo'shimcha investitsiyalar kelgusida yuqori daromad keltiradi va bu esa dividendlarning ham ortishiga olib keladi.

Agar foydaning $(1 - b)$ qismi dividend sifatida to'lanishini hisobga olsak, u holda birinchi davrdagi dividend quyidagicha ifodalanadi:

$$D_1 = E_1 \times (1 - b) \quad (4)$$

bu yerda E_1 – birinchi davrdagi foyda bo'lib, ushbu ifodani dividend baholash modeliga qo'ysak, Gordon modelining kengaytirilgan ko'rinishini hosil qilamiz:

$$P_0 = D_1 / (r_e - g) = E_1 (1 - b) / (r_e - bR) \quad (5)$$

Mazkur formula aksiyalar qiymatini aniqlashda juda muhim bo'lib, u dividend siyosati (b), kapital qiymati (r_e) va investitsiya rentabelligi (R) o'rtasidagi murakkab o'zaro bog'liqlikni ifodalaydi. Agar $b = 0$ bo'lsa, ya'ni kompaniya barcha foydasini dividend sifatida to'lasa, unda model quyidagi ko'rinishga keladi:

$$P_0 = E_1 / r_e \quad (6)$$

Mazkur modeldan dastlabki qarashda shunday xulosa chiqishi mumkinki, dividend siyosatidagi o'zgarishlar (ya'ni b va $1-b$ nisbatining o'zgarishi) aksiyalar narxiga bevosita ta'sir qiladi, biroq chuqurroq tahlil shuni ko'rsatadiki, agar kompaniya qayta investitsiya qilingan mablag'lardan olinadigan rentabellikni kapital qiymatiga teng darajada ushlab tursa, dividend siyosatining o'zgarishi aksiyalar qiymatiga sezilarli ta'sir ko'rsatmasligi mumkin, bu esa moliyaviy nazariyada dividendlarning "irrelevantligi" konsepsiyasi bilan chambarchas bog'liqdir. Gordon o'sish modeli aksiyalar qiymatini baholashda nafaqat matematik yondashuvni, balki kompaniyaning strategik qarorlari, reinvestitsiya siyosati va kapital samaradorligini kompleks tarzda tahlil qilish imkonini berib, uni moliyaviy menejment va investitsiya tahlilida muhim nazariy va amaliy vositaga aylantiradi.

Biz, yuqoridagi nazariy yondashuvlarni amaliy jihatdan asoslash maqsadida “Coca-Cola Company” kompaniyasi misolida DVM va Gordon modeli asosida aksiyalar qiymatini baholashni amalga oshiramiz. Bunda aynan ushbu kompaniyani tanlashimizga sabab, uning xalqaro fond bozorida uzoq yillardan buyon faoliyat yuritishi, dividend to’lovlarini muntazam amalga oshirishi bilan birgalikda ketma-ket ko’p yillar davomida mazkur to’lovlarni oshirib kelayotganligi Gordon modeli va DVM modelini amaliy jihatdan qo’llash uchun qulay empirik asos ekanligidir.

1-jadval

“Coca-Cola Company” kompaniyasining dividend ko’rsatkichlari

№	Ko’rsatkichlar	Qiymati
1	Joriy dividend (D_0)	1,84 AQSh dollari
2	Dividend o’sish sur’ati (g)	5 %
3	Investor talab qiladigan daromadlilik normasi (k)	10 %
4	Kelgusi yil dividendi (D_1)	1,93 AQSh dollari

Manba: “Coca-Cola Company” (2024) Annual Report 2023. Kompaniya hisobot ma’lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

Jadval ma’lumotlari asosida Gordon modeliga ko’ra aksiyaning nazariy qiymatini aniqlab, quyidagi natijani olamiz: $P_0 = 1,93 / (0,10 - 0,05) = 38,6$ dollar. Mazkur natijalar kompaniyaning dividend siyosati barqaror bo’lsa va dividendlar muntazam o’sib borsa, aksiyalar qiymati ham yuqori shakllanishini ko’rsatadi.

Dividend o’sish sur’ati va aksiya qiymati o’rtasidagi bog’liqlikni yanada chuqurroq tahlil qilish maqsadida quyidagi jadvalni shakllantiramiz:

2-jadval

Dividend o’sish sur’ati o’zgarganda aksiya qiymati dinamikasi

№	Dividend o’sish sur’ati (g)	Aksiya qiymati (P_0)
1	3 %	27,1 dollar
2	5 %	38,6 dollar
3	7 %	64,3 dollar

Manba: “Coca-Cola Company” kompaniya ma’lumotlari asosida muallif tomonidan hisoblangan.

Jadval ma’lumotlari shuni ko’rsatadiki, dividendlarning o’sish sur’ati oshgani sari aksiyalar qiymati ham keskin ortadi. Ayniqsa, o’sish sur’ati investor talab qiladigan daromadlilik normasiga yaqinlashganda aksiyalar qiymati yuqori shakllanadi. Bu esa Gordon modelining dividend siyosatini baholashdagi amaliy ahamiyatini yana bir bor tasdiqlaydi.

Shuningdek, tadqiqot davomida DVM modeli asosida kompaniyaning uch yillik dividend oqimlari ham baholandi. Ushbu tahlil dividendlarning joriy qiymatini aniqlash orqali investorlar uchun kelajakdagi pul oqimlarining bugungi qiymatini baholash imkonini beradi.

3-jadval

DVM modeli asosida dividendlarning joriy qiymati

Yillar	Dividend miqdori	Diskont koeffitsienti (10%)	Joriy qiymat
1-yil	1,93	0,91	1,75
2-yil	2,03	0,83	1,68
3-yil	2,13	0,75	1,60

Manba: “Coca-Cola Company” kompaniya ma’lumotlari asosida muallif tomonidan hisoblangan.

Jadval ma’lumotlariga ko’ra, dividendlarning joriy qiymati vaqt o’tishi bilan kamayib boradi, chunki kelajakdagi pul oqimlari diskontlanadi. Biroq dividendlarning muntazam o’sib borishi investorlar uchun kompaniyaning moliyaviy barqarorligini ifodalovchi muhim omil bo’lib xizmat qiladi. Demak, kompaniya tomonidan barqaror dividend siyosatini yuritish nafaqat aksiyalar qiymatini oshiradi, balki investorlarning uzoq muddatli ishonchini ham mustahkamlaydi.

Tahlillar natijasida olingan mazkur natijalar Gordon modeli va DVM modelining o’zaro bog’liqligini ham ko’rsatadi. Ya’ni, Gordon modeli dividendlarning o’sish sur’ati orqali aksiya qiymatini baholasa, DVM modeli ushbu dividend oqimlarining joriy qiymatini aniqlash imkonini beradi. Umuman olganda har ikkala model birgalikda qo’llanilganda kompaniyaning dividend siyosatini kompleks baholash imkoniyati oshadi. Shu sababli rivojlangan davlatlar amaliyotida ushbu modellardan korporativ moliyaviy boshqaruvda keng foydalaniladi.

XULOSA VA TAKLIFLAR

1. Aksiyadorlik jmaiylarida optimal dividend siyosatini shakllantirish orqali kompaniya qiymatini maksimal darajada oshirish mumkin. Bunda kompaniyalar dividend to’lash va foydani qayta investitsiya qilish o’rtasida muvozanatni ta’minlashi zarur, chunki Gordon modeli asosida dividendlarning o’sish sur’ati aynan reinvestitsiya darajasi va investitsiya rentabelligiga bog’liq bo’lib, agar kompaniya yuqori rentabelli loyihalarga ega bo’lsa, foydaning katta qismini ushlab qolish orqali uzoq muddatda aksiyalar qiymatini sezilarli darajada oshirishi mumkin, aksincha, rentabellik past bo’lsa, investorlar uchun yuqori dividend to’lovlari ustuvor bo’lishi lozim.

2. Aksiyadorlik jmaiylarida kapital qiymati va investitsiya rentabelligi o’rtasidagi farqlanishda strategik boshqarishga e’tibor qaratish zarur. Fikrimizcha, kompaniya uchun eng muhim omillardan biri bu investitsiyalardan olinadigan daromadning kapital qiymatidan yuqori bo’lishidir, bu uchun kompaniyalar investitsiya loyihalarini tanlashda qat’iy selektiv yondashuvni qo’llashi, past rentabelli yoki xavf darajasi yuqori loyihalardan voz kechishi hamda kapitaldan foydalanish samaradorligini oshirish orqali aksiyadorlar boyligini ko’paytirishi zarur.

3. Dividend o’sish sur’atlarini real va asoslangan prognoz qilish tizimini joriy etish tizimini shakllantirish maqsadga muvofiq. Tahlillarimizga ko’ra dividendlarni baholash modelida dividendlarning kelajakdagi yillik o’sish sur’ati ko’rsatkichi aksiyalar qiymatini aniqlovchi asosiy omillardan biri bo’lib, uning noto’g’ri baholanishi investitsion qarorlarning xatoligiga olib kelishi mumkin. Shu sababli kompaniyalar tarixiy o’sish sur’atlari bilan cheklanib qolmasdan makroiqtisodiy omillar, tarmoq dinamikasi,

kompaniyaning strategik rejalari va kapital qo'yilmalarining kutilayotgan samaradorligini hisobga olgan holda kompleks prognozlash tizimini ishlab chiqishi lozim.

4. Barqaror va shaffof dividend siyosati orqali investorlar ishonchini mustahkamlashga erishish mumkin bo'ladi. O'rganishlarimizga ko'ra investorlar aksiyalarni baholashda kelajakdagi dividend oqimlariga katta e'tibor qaratadi. Modomiki, kompaniya tomonidan dividend siyosatining tez-tez va asossiz o'zgarishi model asosidagi baholashni murakkablashtiradi hamda bozor noaniqligini oshiradi, ushbu jihatlar kompaniyalar tomonidan barqaror, oldindan prognoz qilinadigan va ochiq e'lon qilingan dividend siyosatini yuritish zarurligini ko'rsatib, pirovard natijada investorlar ishonchini oshirish va kapital bozoridagi o'z mavqeini mustahkamlash imkoniyatlarini o'zida namoyon etadi.

5. Umuman olganda, olib borilgan tadqiqot natijalari dividend siyosati aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy boshqaruvining strategik instrumenti ekanligini ko'rsatdi. Dividendlarni baholash modeli hamda Gordon o'sish modeli dividend siyosatini ilmiy asosda baholash va kompaniya qiymatini aniqlashda muhim metodologik vosita sifatida namoyon bo'ladi. Mazkur modellardan samarali foydalanish aksiyadorlik jamiyatlarining moliyaviy barqarorligini oshirish, investorlar manfaatlarini himoya qilish hamda kapital bozori rivojlanishini jadallashtirishda muhim ahamiyat kasb etadi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati

1. Brealey R., Myers S., Allen F. Principles of Corporate Finance. – 13th edition. – New York: McGraw-Hill Education, 2020. – 992 p.
2. Damodaran A. Applied Corporate Finance. – 4th edition. – New York: Wiley Finance, 2015. – 672 p.
3. Modigliani F., Miller M. The Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journal of Business. – 1961. – Vol.34. – No.4. – P.411–433.
4. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Agency Problems and Dividend Policies Around the World // Journal of Finance. – 2000. – Vol.55. – No.1. – P.1–33.
5. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes // American Economic Review. – 1956. – Vol.46. – No.2. – P.97–113.
6. Gordon M.J. Dividends, Earnings and Stock Prices // Review of Economics and Statistics. – 1963. – Vol.41. – No.2. – P.99–105.
7. Williams J.B. The Theory of Investment Value. – Cambridge: Harvard University Press, 1938. – 620 p.
8. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol.3. – No.4. – P.305–360.
9. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // American Economic Review. – 1986. – Vol.76. – No.2. – P.323–329.
10. Bhattacharya S. Imperfect Information, Dividend Policy and "The Bird in the Hand" Fallacy // Bell Journal of Economics. – 1979. – Vol.10. – No.1. – P.259–270.
11. Ross S. The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach // Bell Journal of Economics. – 1977. – Vol.8. – No.1. – P.23–40.
12. Elmirzayev S. Korporativ moliya. – Toshkent: Iqtisod-Moliya, 2019. – 420 b.

13. Sherkuziyeva N.A. The role and place of dividend policy in the company's financial management system//Journal of Advanced Scientific Research (ISSN: 0976-9595). – 2023. – T. 3. – №. 11.
14. Damodaran A. Applied Corporate Finance. – 4th edition. – New York: Wiley Finance, 2015. – 672 p.
15. Fama E., French K. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? // Journal of Financial Economics. – 2001. – Vol.60. – No.1. – P.3–43.
16. finance.yahoo.com – aksiyalar, obligatsiyalar va moliya bozori ma'lumotlarini kuzatish platformasi.
17. www.investing.com – global moliya bozori holati ko'rsatkichlari bo'yicha ma'lumotlarni taqdim etuvchi manba.
18. <https://investors.coca-colacompany.com/financial-information> - Coca-Cola Company (2024) Annual Report 2023.

Copyright: © 2026 by the authors. This work is licensed under a Creative Commons Attribution-4.0 International License (CC - BY 4.0)

