

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ
ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ
DSc.03/30.12.2019.I.17.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ

ШЕРКУЗИЕВА НАСИБА АБРОРОВА

АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИДА ДИВИДЕНД СИЁСАТИНИ
ОПТИМАЛЛАШТИРИШ ОРҚАЛИ ИНВЕСТИЦИОН
ЖОЗИБАДОРЛИКНИ ОШИРИШ

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ

Тошкент шаҳри - 2021 йил

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси
автореферати мундарижаси**

**Оглавление автореферата диссертации доктора философии (PhD) по
экономическим наукам**

**Content of dissertation the abstract of doctor of philosophy (PhD) on
economical sciences**

Шеркузиева Насиба Аброровна

Акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини оптималлаштириш орқали
инвестицион жозибадорликни ошириш3

Шеркузиева Насиба Аброровна

Повышение инвестиционной привлекательности посредством оптимизации
дивидендной политики акционерных обществ.....27

Sherkuzieva Nasiba Abrorovna

Increasing investment attractiveness by optimizing the dividend policy of joint-
stock companies51

Эълон қилинган ишлар рўйхати

Список опубликованных работ

List of published works.....56

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ
ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ
DSc.03/30.12.2019.I.17.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ

ШЕРКУЗИЕВА НАСИБА АБРОРОВА

АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИДА ДИВИДЕНД СИЁСАТИНИ
ОПТИМАЛЛАШТИРИШ ОРҚАЛИ ИНВЕСТИЦИОН
ЖОЗИБАДОРЛИКНИ ОШИРИШ

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ

Тошкент шаҳри - 2021 йил

Фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида В2019.2.PhD/Iqt991 рақам билан рўйхатга олинган.

Диссертация Тошкент молия институтида бажарилган.

Диссертация автореферати уч тилда (ўзбек, рус, инглиз (резюме)) Илмий кенгаш веб-саҳифасида (www.tfi.uz) ва «Ziyonet» Ахборот-таълим порталида (www.ziyonet.uz) жойлаштирилган.

Илмий раҳбар: **Ташмурадова Бувсара Эгамовна**
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Расмий оппонентлар: **Жумаев Нодир Хосиятович**
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Каримов Норбой Ғаниевич
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Етакчи ташкилот: **Г.В.Плеханов номидаги Россия иқтисодиёт университетининг Тошкент шаҳридаги филиали**

Диссертация ҳимояси Тошкент молия институти ҳузуридаги DSc.03/30.12.2019.I.17.01 рақамли Илмий кенгашнинг 2021 йил «21» 05 кuni соат 16⁰⁰ даги мажлисида бўлиб ўтади. Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, А.Темур кўчаси, 60А уй. Тел.: (99871) 234-53-34; факс: (99871) 234-46-26; e-mail: ilmiykengash@tfi.uz

Диссертация билан Тошкент молия институтининг Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (185 рақами билан рўйхатга олинган). Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, Амир Темур кўчаси, 60А. Тел.: (99871) 234-53-34; факс: (99871) 234-46-26; e-mail: admin@tfi.uz

Диссертация автореферати 2021 йил «03» 05 кuni таркатилди.
(2021 йил «03» 05 даги 18- рақамли реестр баённомаси).



[Signature]
Т.З.Тешабаев
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш раиси, иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

[Signature]
Н.Н.Каландарова
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш илмий котиби, иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори, (PhD)

[Signature]
И.Н.Кўзиев
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш қошидаги илмий семинар раиси, иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати. Жаҳонда акциядорлик жамиятларида самарали молиявий бошқарув белгиларидан бири акциядорларнинг манфаатларини қаноатлантирадиган, жамиятнинг бозордаги рақобатбардошлигини сақлаш ва уни оширишга имкон бера оладиган, аниқ шакллантирилган ва қатъий риоя этиладиган, дивиденд сиёсати ҳисобланади. Таъкидлаш жоизки, бугунги кунда дивиденд тўловчи акциядорлик жамиятларига халқаро рейтинг агентликлари ҳам алоҳида эътибор қаратади. Бунда, ҳар йили эълон қилинувчи нуфузли S&P 500 “Dividend aristocrats” индексини мисол қилиб кўрсатишимиз мумкин. Бинобарин, Буюк Британиянинг Financial Analysts журнали томонидан эълон қилинган тадқиқот натижаларига кўра таҳлилчилар, S&P 500 индекси таркибига кирувчи компанияларнинг дивиденд тўловларини амалга ошириш динамикасига кўра ўсувчи, барқарор, қисқартирувчи ва нолик каби гуруҳларга ажратган ҳолда ушбу гуруҳларни 30 йиллик даврдаги котировка нархларининг ўсиб бориши бўйича баҳолашган. Натижада, “энг кўп дивиденд тўлаган компанияларда ўртача йиллик ўсиш кўрсаткичи 11%ни ташкил этган бўлса, умуман дивидендларни тўламайдиган компанияларда эса ўсиш энг паст – 2,4%ни ташкил этишини аниқлашган”¹. Бу эса акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатига бўлган ёндашувлар турлича эканлигини, мазкур сиёсатни юритиш билан боғлиқ турли қарашлар мавжудлигини ва улар бўйича тадқиқотлар олиб борилиши, корпоратив молиявий бошқарувнинг энг долзарб масалаларидан бири эканлигини кўрсатади.

Жаҳонда дивидендлар билан боғлиқ қарорларга илмий доирада ҳам қизиқиш юқори ҳисобланади. Жумладан, дунё амалиётида дивиденд сиёсатини самарали ташкил этиш ва бунда акциядорлик жамиятлари инвестицион жозибadorлигини ошириш борасида кўплаб илмий тадқиқот ишлари амалга оширилган бўлиб, ушбу тадқиқотларда дивиденд сиёсатининг корпоратив молиявий бошқарувдаги ўрнини белгилаш, дивиденд сиёсатининг пул оқими ва акцияларнинг бозор баҳосига таъсирини аниқлаш, турли дивиденд сиёсати турларининг афзалликлари ва камчиликларини тадқиқ этиш, тўланаётган дивидендлар миқдорига таъсир этувчи омилларни баҳолаш, дивиденд тўловлари турларини таснифлаш ҳамда компаниянинг ўз акцияларини сотиб олиш сабабларини аниқлаш каби масалалар ўрганилган. Бироқ, жаҳонда дивиденд сиёсатининг турлича талқини, унинг компаниялар инвестицион жозибadorлигига таъсири бўйича қарашлар турли даражадалиги, оптимал дивиденд сиёсатини шакллантириш билан боғлиқ айрим масалалар ҳозиргача ўзининг ижобий ечимини тўлиқ топмаган.

Ўзбекистонда “иқтисодиётда таркибий ўзгаришларни амалга оширишда давлат компанияларини трансформация қилишни жадаллаштириш керак”².

¹ Robert D. Arnott, Clifford S. Asness. Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth. // Financial Analysts Journal. Volume 59, Issue 1, 1 Jan. 2003.

² Ўзбекистон Республикаси Президенти Шавкат Мирзиёевнинг Олий Мажлисга Мурожаатномаси, 2020 йил 29 декабрь. <https://president.uz/uz/lists/view/4057>

Бу эса акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини самарали ташкил этиш орқали молиявий ресурсларни бошқариш бўйича оптимал қарорлар қабул қилиш, уларда молиявий таъминотни мустаҳкамлашда замонавий инструментлардан кенг фойдаланиш, инвестицион қарорлар қабул қилишда бошқарув стратегияларини жорий этиш, хусусийлаштириш амалиётларини самарали ташкил этиш каби долзарб вазифалар ижросини таъминлашни тақозо этади. Мазкур вазифаларнинг бажарилишини таъминлашда акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини халқаро тажрибалар асосида оптималлаштириш, инвестицион жозибадорликни ошириш масалалари танланган тадқиқот мавзусининг долзарблигини белгилайди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сон “Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида”, 2021 йил 13 апрелдаги ПФ-6207-сон “Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”, 2020 йил 27 октябрдаги ПФ-6096-сон “Давлат иштирокидаги корхоналарни ислоҳ қилишни жадаллаштириш ҳамда давлат активларини хусусийлаштиришга оид чора-тадбирлар тўғрисида”, 2020 йил 5 октябрдаги ПФ-6079-сон “Рақамли Ўзбекистон – 2030” стратегиясини тасдиқлаш ва уни самарали амалга ошириш чора-тадбирлари тўғрисида”, 2019 йил 14 январдаги ПФ-5630-сон “Давлат активларини бошқариш, монополияга қарши курашишни тартибга солиш тизимини ва капитал бозорини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги фармонлари, 2015 йил 21 декабрдаги ПҚ-2454-сон “Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб этишга доир кўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги қарори, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2017 йил 10 майдаги 268-сон “Фонд биржасида акцияларни оммавий таклифини ўтказишни ташкил этиш тўғрисида”ги қарори, шунингдек, бошқа меъёрий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишда мазкур диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

Тадқиқотнинг республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига мослиги. Мазкур диссертация тадқиқоти республика фан ва технологиялари ривожланишининг I. “Демократик ва ҳуқуқий жамиятни маънавий-ахлоқий ва маданий ривожлантириш, инновацион иқтисодиётни шакллантириш” устувор йўналишига мувофиқ бажарилган.

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини ташкил этишнинг назарий, методологик асослари, иқтисодий мазмуни ва унинг компания қийматига, инвестицион жозибадорлигига таъсири масалалари бир қатор хорижий иқтисодчи олимлар, жумладан, Дж.К.Ван Хорн, Дж.М.Вахович, Stephen Ross, F. Brigham Eugene, C. Ehrhardt Michael, Merton H. Miller, Franco Modigliani, M. J. Gordon, J. Lintner, H. Robert Litzenberger, Krishna Ramaswamy, Р.Брейли, С.Майерс, F. Black, M.S. Scholes, Е.А. Шамин, О.А. Фролова, О.А.

Зубренкова, И.Я. Лукасевич³ ва бошқаларнинг илмий ишларида ўз ифодасини топган.

Дивиденд сиёсатини оптималлаштиришнинг иқтисодий моҳияти ва бунда инвестицион жозибдорликни оширишнинг турли йўналишлари мамлакатимиз иқтисодчи олимлари Т.С.Маликов, Н.Х.Ҳайдаров, О.О.Олимжонов, М.Б.Хамидулин, Р.Х.Карлибаева, Б.Э.Тошмуродова, С.Э.Элмирзаев, Н.Р.Турсунова, И.Л.Бутиков, Ф.Т.Мухамедов, Х.А.Қурбонов, О.Н.Ҳамдамов, Х.Х.Худойкулов, А.А.Шомиров, А.А.Мирисаев, Н.Т.Пўлатов, Ф.А.Хамидова, Ж.Ф.Каримов, К.Х.Акрамов, Д.Б.Бегматова, У.Р.Халиков, Ж.Ж.Қурбонов, Р.Р.Абдураупов, Н.М.Расуловларнинг илмий тадқиқот ишларида ўрганилган⁴.

³ Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами: Пер с англ./Под ред.И.И.Елисейевой. – М.:Финансы и статистика, 2003, стр.522; Ван Хорн Дж.К., Вахович Дж.М. Основы финансового менеджмента. 11-е издание. Москва-Санкт-Петербург-Киев.Издательский дом «Вильямс». 2004 - 988 с.; Ross, Stephen A, Fundamentals of Corporate finance. 6th edition. North Ryde, NSW McGraw-Hill Education (Australia), 2014.- p 756; Eugene Brigham F., Ehrhardt Michael C. “Financial Management: Teory & Practice” Fourteenth Edition, South-Western, USA: Cengage Learning, 2017 y. p. 1204; 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; Gordon M. J. Dividends, Earnings, and Stock Prices // The Review of Economics and Statistics, Vol. 41, No. 2, Part 1. May, 1959, p. 99-105; Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes // The American Economic Review, Vol. 46, No. 2, 1956, pp. 97-113; Litzenberger Robert H, Ramaswamy Krishna. Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices // Journal of Financial Economics, 1979, vol. 7, issue 2, p.163-195; Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер с англ. – М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 1997, стр.401-404; Black F., Scholes M.S. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns // Journal of Financial Economics. 1974. Vol. 1. Iss. 1. P. 1–22; Шамин Е.А., Фролова О.А., Зубренкова О.А. Финансовый менеджмент // Княгинино: НГИЭИ, 2011. С. 162; Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: учебник. 4-е изд., перераб. и доп. М.: Национальное образование, 2013. с.768.

⁴ Т.С.Маликов, Н.Х.Ҳайдаров ва бошқ. Молиявий бошқарув/Муаллифлар жамоаси: -Т.: Ғ.Ғулом номидаги нашриёт матбаа ижодий уйи, 2009 – 433 бет.; Олимжонов О.О., Маликов Т.С. Молиявий менежмент. Т.: “Академия” нашриёти 1999 – 193 б.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления: автореферат дисс...д.э.н. – Ташкент, 2008.– с.12.; Карлибаева Р.Х. Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари: дисс. автореферати. и.ф.д. – Тошкент, 2018. – 14 б.; Тошмуродова Б.Э., Элмирзаев С.Э., Турсунова Н.Р. Молиявий менежмент: Дарслик – Т.: Иқтисод-молия, 2017. - 336 б.; Бутиков И.Л. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане: автореферат дисс...д-ра.эк. наук. – Т., 2009 г.; Мухамедов Ф.Т. Ўзбекистонда қимматли қозғалар савдо тизимларини такомиллаштириш. И.ф.н...автореф. – Т., 2012.; Курбанов Х.А. Корпоративные финансы. Учебное пособие. – Т.: Iqtisod-moliya, 2007. –184 с.; Ҳамдамов О.Н. Корхоналарда молиявий менежмент тизимини такомиллаштириш. Иқт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2018.; Худойкулов Х.Х. Фонд бозори активларини баҳолаш механизминини такомиллаштириш. Иқт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2018.; Шомиров А.А. Акциядорлик жамиятлар молиявий ресурсларини бошқариш самарадорлигини ошириш йўллари. Иқт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2019.; Мирисаев А.А. Хусусийлаштирилган корхоналар фаолияти самарадорлигини оширишнинг молиявий жиҳатлари. И.ф.н...автореф. – Т., 2008.; Пўлатов Н.Т. Очиқ акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарув самарадорлигини ошириш йўллари. И.ф.н...автореф. – Т., 2011.; Хамидова Ф.А. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия. Автореф...к.э.н. – Т., 2008.; Каримов Ж.Ф. Компаниялар ва уларнинг акциялари бозор қийматини бошқариш масаллари. И.ф.н...автореф. – Т., 2011.; Акрамов К.Х. Совершенствование финансового обеспечения модернизации акционерных предприятий посредством ценных бумаг. Автореф...к.э.н. – Т., 2011.; Бегматова Д.Б. Акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарувнинг самарадорлигини баҳолаш усулларини такомиллаштириш. Иқт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2017.; Халиков У.Р. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш. Иқт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2017.; Қурбонов Ж.Ж. Давлат ва корпоратив тузилмалар ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатларни самарали ташкил этиш йўллари. Иқт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2018. Абдураупов Р.Р. Ўзбекистонда хорижий инвестицияли корхоналар иқтисодий салоҳиятини бошқариш механизмларини такомиллаштириш: дисс. автореферати. и.ф.д. – Тошкент, 2016. – 23 б. Расулов Н.М. Корпоратив бошқарув – инвестициялар самарадорлиги кафолати, Монография, –Т.: ТДИУ нашриёти, 2011 йил, 126 б.

Юқорида қайд этилган олимлар томонидан ушбу муаммонинг айрим жиҳатларини ўрганиш бўйича турли фикрлар билдирилган, бироқ, республикамиздаги акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини оптималлаштириш борасида бир қатор муаммоларнинг мавжудлиги ҳам назарий, ҳам амалий жиҳатдан чуқурроқ тадқиқ қилишни талаб этади. Хусусан, ҳозирги шароитда дивиденд сиёсатини шакллантиришда корпоратив молиявий бошқарув жараёнида иштирок этувчи қатнашчиларнинг барчасини талабини инобатга олган ҳолда дивиденд сиёсатига таъсир этувчи асосий факторларни аниқлаш, дивиденд сиёсатини акциядорлик жамияти инвестицион жозибаторлигига таъсирини ўрганишдаги жиҳатлар алоҳида илмий йўналиш сифатида комплекс тадқиқ этилмаган. Бу ҳолат ҳам танланган мавзунинг долзарблигини англатади.

Диссертация тадқиқотининг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги. Мазкур диссертация тадқиқоти Тошкент молия институти илмий-тадқиқот ишлари режасига мувофиқ “Ўзбекистонда макроиқтисодий барқарорликни таъминлаш ва ижтимоий-иқтисодий ривожланишини прогнозлашнинг илмий-методик асослари ва усулларини такомиллаштириш” мавзуси доирасида бажарилган.

Тадқиқотнинг мақсади акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини оптималлаштириш орқали инвестицион жозибаторликни ошириш бўйича таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари қуйидагилардан иборат:

акциядорлик жамиятлари дивиденд сиёсатини ишлаб чиқишнинг иқтисодий асослари ва унинг асосий хусусиятларини ёритиб бериш;

дивиденд сиёсатининг асосий назариялари ва дивидендлар танловининг давлатлараро фарқланишини ўрганиш;

корпоратив тузилмалар дивиденд сиёсатини инвестицион жозибаторликни таъминлашдаги иқтисодий ва ташкилий механизмини ёритиб бериш;

республикамиздаги акциядорлик жамиятларида фойдани тақсимланиши ва унда дивидендларнинг улушини таҳлил қилиш орқали ривожланиш босқичларига мос келувчи дивиденд сиёсати турини таклиф қилиш;

дивиденд сиёсатини компания бозор қийматига ва акциялар қийматига таъсирини таҳлилий баҳолаш орқали таклифлар бериш;

дивиденд тўловлари асосида инвестицион стратегияни амалга оширишда акциялар танловини амалга ошириш юзасидан тавсиялар ишлаб чиқиш;

жаҳондаги ривожланган компаниялар дивиденд сиёсати борасидаги тажрибасини республикамизда қўллаш имкониятлари бўйича тавсиялар ишлаб чиқиш;

дивиденд сиёсатини оптималлаштириш орқали корпоратив молиявий бошқарув тизими барқарорлигини ошириш йўллари тадқиқ этиш;

акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини юритиш амалиётидаги муаммоларни таҳлил қилиш ва дивиденд сиёсатини самарали ташкил этиш

бўйича таклифларни ишлаб чиқиш.

Тадқиқотнинг объекти сифатида Ўзбекистон Республикасида фаолият юритаётган акциядорлик жамиятлари ва уларнинг дивиденд сиёсати ҳисобланади.

Тадқиқотнинг предмети акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини оптималлаштириш орқали инвестицион жозибadorлигини оширишда вужудга келадиган иқтисодий муносабатлар ҳисобланади.

Тадқиқотнинг усуллари. Диссертацияда гуруҳлаш, таққослаш, илмий тафаккур, иқтисодий-статистик ва эксперт баҳолаш, корреляцион ва регрессион таҳлил каби усуллардан фойдаланилган.

Тадқиқотнинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

акцияларни танлаш босқичларида дивидендларнинг барқарорлиги индекси (DSI)ни қўллаш орқали дивиденд тўловларини мунтазам ошириб бориш ҳамда ахборотлар шаффофлигини таъминлаш асосида самарали дивиденд сиёсати таклиф этилган;

соф фойданинг 50 фоизини дивидендларга йўналтиришни белгилаш орқали миноритар акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш ҳамда акциядорлик жамиятлари инвестицион жозибadorлигини ошириш асосланган;

чорақлик дивиденд тўловларини тўлаш орқали маҳаллий ва хорижий инвесторларни кенг жалб қилиш ва акциядорлик жамиятлари капиталлашув даражасини ошириш таклиф этилган;

акциядорлик жамиятларида дивиденд тўловлари миқдорини 7,1 баробар ошириш орқали капитализация ҳажмини 10,1 баробарга кўпайиши ҳисобига дивиденд сиёсатини оптималлаштириш таклиф этилган.

Тадқиқотнинг амалий натижалари қуйидагилардан иборат:

молия бозорига инвесторларни жалб қилишда тўланаётган дивидендлар бўйича календарь жорий қилиш таклиф этилган;

акциялар даромадлиги, реал қиймати ҳамда акциялар эмиссияси ҳисобига шаклланадиган капитал баҳосини ҳисоблашга мўлжалланган махсус дастур ишлаб чиқилган;

дивиденд тўловлари асосида инвестицион стратегияни шакллантиришда акциялар танловини амалга ошириш босқичлари ишлаб чиқилган;

миноритар акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш мақсадида дивиденд тўлашнинг Сингапур давлати тажрибаси асосида республикамизда оддий акцияларни А ва Б категорияларга ажратиш таклифи асосланган;

республикамизда мунтазам равишда дивиденд тўловчи акциядорлик жамиятлари бўйича махсус “Дивиденд аристократлари” индексини жорий қилиш таклиф этилган;

республикамиздаги акциядорлик жамиятлари фаолиятига маҳаллий ва хорижий инвесторларнинг маблағларини жалб қилишга ижобий таъсир этиш мақсадида дивидендлар бўйича Муҳим факт киритиш лозимлиги асосланган;

дивиденд тўлаш жараёни кетма-кетлигини халқаро тажрибага уйғунлаштириш ҳамда акциядорлик жамиятлари ривожланиш босқичларига

мос дивиденд сиёсатини юритиш орқали уларни хусусийлаштиришдан олдин тайёрлаш, инвестицион жозибадорлигини ошириш асосланган.

Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги амалга оширилган ёндашув, усуллар ва назарий маълумотларнинг расмий манбалардан олинганлиги, келтирилган таҳлиллар ва тажриба–синов ишлари самарадорлигининг математик–статистик ишончлилик интервалида текширилганлиги, статистик қонуниятларда келтирилган ишончлилик талабларига жавоб бериши, Ўзбекистон Республикаси Давлат активларини бошқариш агентлиги, “Тошкент” Республика фонд биржаси, Қимматли қоғозлар Марказий депозитарийси, Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси статистик маълумотларига, шунингдек, республикадаги акциядорлик жамиятлари ва хорижий компанияларнинг молиявий ҳисоботлари, амалий маълумотларига асосланганлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти ишлаб чиқилган таклифлар акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини оптималлаштириш орқали инвестицион жозибадорлигини ошириш бўйича норматив–ҳуқуқий ҳужжатларни ишлаб чиқишда, шунингдек, илмий тадқиқотларни амалга оширишда фойдаланиш мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти ишлаб чиқилган тавсиялардан акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини самарали ташкил этиш орқали инвестицион фаолиятни бошқариш бўйича оптимал қарорлар қабул қилиш, молиявий таъминотни мустаҳкамлашда замонавий инструментлардан кенг фойдаланиш, хусусийлаштириш амалиётларини самарали амалга оширишда инвестицион қарорлар қабул қилиш бўйича бошқарув стратегияларини шакллантириш мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши. Акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини оптималлаштириш орқали инвестицион жозибадорликни ошириш бўйича олинган илмий натижалар асосида:

акцияларни танлаш босқичларида дивидендларнинг барқарорлиги индекси (DSI)ни қўллаш орқали дивиденд тўловларини мунтазам ошириб бориш ҳамда ахборотлар шаффофлигини таъминлаш асосида самарали дивиденд сиёсатини юритиш таклифи “Тошкент” Республика фонд биржаси фаолиятида ҳамда “Ўзагрокимёҳимоя” АЖ, ЧЭИИ “Тошкентвино комбинати” АЖ, “Фарғонаазот” АЖларининг Дивиденд сиёсатини ишлаб чиқишда фойдаланилган (“Тошкент” Республика фонд биржасининг 2020 йил 11 майдаги № 01/16-07-303-сон, “Ўзагрокимёҳимоя” АЖнинг 2020 йил 30 октябрдаги 01-16/630-сон, ЧЭИИ “Тошкентвино комбинати” АЖнинг 2020 йил 12 октябрдаги 10-сон, “Фарғонаазот” АЖнинг 2021 йил 15 февралдаги 43/729-сон маълумотномалари). Мазкур таклифни жорий этилиши натижасида Республика фонд биржаси веб сайтыда листингдан ўтган акциядорлик жамиятлари бўйича алоҳида рукн кўринишида тўланаётган дивидендлар бўйича календарь жорий қилинган ҳамда акциядорлик жамиятларига маҳаллий ва хорижий инвестицияларни кенг

жалб қилиш, уларда хусусийлаштириш амалиётларини муваффақиятли кечиши, мамлакатимиз фонд бозорида корпоратив ошкоралик ва бозор шаффофлигини таъминлаш имконини берган;

соф фойданинг 50 фоизини дивидендларга йўналтиришни белгилаш орқали миноритар акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш ҳамда акциядорлик жамиятлари инвестицион жозибаторлигини ошириш бўйича таклифи “Ўзагрокимёҳимоя” АЖ, ЧЭИИ “Тошкентвино комбинати” АЖлари томонидан Дивиденд сиёсатини ишлаб чиқишда фойдаланилган (“Ўзагрокимёҳимоя” АЖнинг 2020 йил 30 октябрдаги 01-16/630-сон, ЧЭИИ “Тошкентвино комбинати” АЖнинг 2020 йил 12 октябрдаги 10-сон маълумотномалари). Натижада, акциядорлик жамиятлари томонидан Дивиденд сиёсати тўғрисидаги Низомда соф фойдадан камида 50% дивиденд тўловларига йўналтирилиши меъёри белгиланган, бу эса акциядорлик жамиятларига инвесторларнинг қизиқишларини ошишига, акциялар курсини ижобий ўзгаришига, фаолиятга қўшимча маблағларни жалб этишга замин яратган;

чораклик дивиденд тўловларини тўлаш орқали маҳаллий ва хорижий инвесторларни кенг жалб қилиш ва акциядорлик жамиятлари капиталлашув даражасини ошириш бўйича таклифи ЧЭИИ “Тошкентвино комбинати” АЖ, “Фарғонаазот” АЖларини хусусийлаштиришдан олдин тайёрлаш ва инвестициявий жозибаторлигини ошириш бўйича ривожланиш стратегиясини ишлаб чиқишда фойдаланилган (ЧЭИИ “Тошкентвино комбинати” АЖнинг 2020 йил 12 октябрдаги 10-сон, “Фарғонаазот” АЖнинг 2021 йил 15 февралдаги 43/729-сон маълумотномалари). Мазкур таклифни жорий этилиши натижасида акциядорлик жамиятларига маҳаллий ва хорижий инвестицияларни кенг жалб қилиш, хусусийлаштириш амалиётларини самарали амалга ошириш имконини берган;

акциядорлик жамиятларида дивиденд тўловлари миқдорини 7,1 баробар ошириш орқали капитализация ҳажмини 10,1 баробарга кўпайиши ҳисобига дивиденд сиёсатини оптималлаштириш бўйича таклифи ЧЭИИ “Тошкентвино комбинати” АЖнинг Дивиденд сиёсатини ишлаб чиқишда фойдаланилган (ЧЭИИ “Тошкентвино комбинати” АЖнинг 2020 йил 12 октябрдаги 10-сон маълумотномаси). Мазкур таклифни амалиётга жорий этилиши натижасида акциядорлик жамиятининг инвестицион жозибаторлигини янада ошириш ва молиявий ресурсларнинг оқимини сезиларли даражада ўсишига эришилган. Хусусан, ЧЭИИ “Тошкентвино комбинати” АЖ томонидан 2014-2019 йиллар мобайнида акциялар бўйича дивиденд миқдорини (акцияларнинг даромадлилиги) 7,1 баробарга ошириш акциялар бозор баҳосини 10,1 баробар ортиши орқали жамиятнинг капитализация ҳажмини 46763,5 млн.сўмдан 475130,9 млн.сўмгача ўсишига замин яратган. Шунингдек, акциядорлик жамияти дивиденд сиёсатини юритишни эконометрик таҳлил қилиш натижасида акциялар бозор баҳоси ўзгаришини прогноз қилиш имконини берган.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Ушбу тадқиқот натижалари

12 та республика ва 8 та халқаро илмий-амалий анжуманларида муҳокамадан ўтказилган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги. Диссертация мавзуси бўйича жами 29 та илмий иш, жумладан, Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг докторлик диссертациялари асосий илмий натижаларини чоп этиш бўйича тавсия этилган илмий нашрларда 9 та илмий мақола, шу жумладан, 2 таси хорижий журналларда нашр этилган.

Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация кириш, учта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати ва иловалардан таркиб топган. Диссертация ҳажми 132 бетни ташкил этади.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

Кириш қисмида тадқиқотнинг долзарблиги ва аҳамияти асосланган, тадқиқотнинг мақсади ва вазифалари, объекти ва предмети тавсифланган, миллий иқтисодиёт ривожланишининг устувор йўналишларига монандлиги аниқланган. Шу билан бигаликда, кириш қисмида тадқиқот ишининг илмий янгилиги ва амалий натижалари келтирилган, олинган натижаларнинг илмий ва амалий аҳамияти баён этилган, натижаларини амалиётга жорий қилиш, нашр қилинган ишлар сони ва диссертация тузилиши бўйича маълумотлар берилган.

Диссертациянинг **“Акциядорлик жамиятлари дивиденд сиёсатини самарали ташкил этиш орқали инвестицион жозибадорликни таъминлашнинг назарий ва иқтисодий асослари”** деб номланган биринчи бобида акциядорлик жамиятлари дивиденд сиёсатини ишлаб чиқишнинг иқтисодий асослари ва унинг асосий хусусиятлари, дивиденд сиёсатининг асосий назариялари ва дивидендлар танловининг давлатлараро фарқланиши, акциядорлик жамиятлари дивиденд сиёсатини инвестицион жозибадорликни таъминлашдаги ўзига хос жиҳатлари атрофлича тадқиқ қилинган ва тегишли хулосалар шакллантирилган.

Дивиденд сиёсати, унинг турли муаммоли жиҳатлари бир қатор маҳаллий ва хорижий иқтисодчи олимлар томонидан ўрганиб келинмоқда. Мавзуга бўлган бундай эътибор бир қанча омиллар билан белгиланади. Фикримизча, уларнинг асосийлари хорижлик иқтисодчи олимлар Дж.К.Шим ва Дж.Г.Сигел томонидан шакллантирилган, уларнинг таъкидлашича:

“биринчидан, дивиденд сиёсати инвестицион муносабатларга таъсир кўрсатади. Акциядорлар дивидендларни мунтазам камайтирувчи акциядорлик жамиятларига салбий муносабатда бўлиб, бу ҳолат ўз навбатида акцияларнинг бозор баҳосини тушиб кетишига сабаб бўлади;

иккинчидан, дивиденд сиёсати акциядорлик жамиятининг молиявий стратегиясига ва капитал қўйилмалар бюджетига таъсир қилади;

учинчидан, дивиденд сиёсати акциядорлик жамиятининг пул оқимига таъсир кўрсатади. Ликвидлилик даражаси юқори бўлмаган акциядорлик жамиятлари дивиденд тўловларини чеклашга мажбур бўлиши мумкин;

тўртинчидан, дивидендлар фойдадан тўланганлиги сабабли акциядорлик капиталини камайтириш хусусиятига эга. Натижада, қарз капиталини акциядорлик капиталига нисбати коэффициентини ошишига олиб келади”⁵.

Юқорида қайд этилганлардан шуни таъкидлашимиз мумкинки, дивиденд сиёсати акциядорлик жамиятларининг молия бозоридаги мавқеига таъсир ўтказиши билан бирга, давлат миқёсида фуқароларнинг ўз жамғармаларини молия бозорига йўналтирувчи кучдир.

Бизнингча, дивидендларнинг давлат ва корпоратив тузилмалар миқёсидаги ўрни алоҳида аҳамиятга эга бўлиб, уни қуйидаги 1-расмда келтириб ўтамыз.



1-расм. Дивидендларнинг иқтисодиётдаги ўрни⁶

Шу билан бирга ҳозирги кунда ташқи иқтисодий муҳитда рўй бераётган ўзгаришлар корпоратив молиявий бошқарув муаммоларига эътибор қаратишга мажбур қилаётганлиги ҳеч кимга сир эмас. Бунда компания бозор қийматини ошириш мақсадида акциядорлар ўртасида тақсимланувчи ва фаолиятни молиялаштиришга йўналтирилувчи фойда ўртасидаги нисбатни оптималлаштиришга қаратилган дивиденд сиёсати корпоратив молиявий бошқарувнинг муҳим вазифасига айланиб бормоқда.

Дивиденд сиёсати масалалари бизнес муҳитида ҳам юқори аҳамиятга эга. Жумладан, Moody's агентлигининг корпоратив молиялаштириш бўйича кичик бошқарувчи директори Виктория Майсурадзенинг фикрига кўра, “Дивиденд сиёсати –компаниянинг кредит рейтингини аниқлашдаги асосий факторлардан бири ҳисобланади”⁷. Иқтисодчи олимлар Брейли ва Майерслар

⁵ Шим Джей К., Сигел Джоэл Г. Финансовый менеджмент: пер. с англ. М.: Филин, 1996.400 с. 342 стр.

⁶ Тадқиқотчи томонидан шакллантирилган.

⁷ М.Товкайло, О.Плотнова, Д.Фомченко. Минфин хочет получать дивиденды госкомпаний по МСФО. // Ведомости. - 14 май 2013 г.- 81 (3343).- стр.4.

томонидан, фойдани тақсимлаш масаласи, хусусан, дивиденд тўловларини амалга ошириш билан боғлиқ мунозаралар, молия соҳасидаги ҳал қилинмаган муаммолар ўнталигига киритилган⁸. Бу эса ушбу масалалар тадқиқотчилар ва амалиётчилар ўртасида мунозарали мавзу бўлиб қолаётганлигини кўрсатади.

Ҳозирги даврда республикамизда капитал бозорини ривожлантириш, инвестицион маблағларни жалб қилиш, акциядорлик жамиятларини хусусийлаштириш билан боғлиқ жараёнларни самарали амалга ошириш, фонд бозори ликвидлилигини ошириш ва бошқа шу каби ҳал қилиниши зарур бўлган вазифалар, акциядорлик жамиятлари дивиденд сиёсатини оптималлаштиришни, замон талабларига мос ҳолда ташкил этиш ва юритишни тақозо этмоқда. Зеро, илмий жиҳатдан олиб қараганимизда ҳам, дивиденд сиёсатининг ўзига хос асосий хусусиятларини тадқиқ этиш билан боғлиқ айрим масалалар ҳозирги даврга қадар кам ўрганилганлигини кузатмоқдамиз, ваҳоланки, ушбу соҳадаги дастлабки илмий тадқиқотлар ўтган асрнинг биринчи ярмида яратила бошланган⁹. Бу эса дивиденд сиёсати билан боғлиқ бир нечта муқобил назарияларнинг ўзаро параллел равишда мавжуд бўлишига қарамай, уларнинг аксарияти бир-биридан тубдан фарқланиши билан тавсифланади.

Бугунги кунга қадар илмий доирада оптимал дивиденд сиёсатини шакллантириш бўйича асосан ривожланган мамлакатлар компаниялари доирасида изланишлар амалга оширилганлигини алоҳида таъкидлаб ўтмоқчимиз. Шунингдек, республикамизда ҳамда МДҲ давлатлари тадқиқотчилари томонидан акциядорлик жамиятлари дивиденд сиёсати параметрлари комплекс ҳолда жуда чекланган даражада тадқиқ этилганлигини кузатишимиз мумкин. Назаримизда, бунга асосий сабаб сифатида фонд бозорларининг нисбатан ёш бозор эканлиги, эркин муомаладаги қимматли қоғозларнинг сони ва турларининг чекланганлиги ва бошқаларни келтириб ўтишимиз мумкин. Лекин шуни ҳам айтиб ўтишимиз керакки, алоҳида илмий тадқиқотларда дивиденд сиёсатининг айрим жиҳатлари ҳақида фикр юритилади.

Умуман олганда, дивиденд сиёсатини ривожланиши натижасида маълум бир назарияларнинг юзага келганлигига гувоҳ бўлишимиз мумкин. Олиб борган тадқиқотларимиз натижасида дивиденд сиёсатининг асосий назарияларини икки гуруҳга ажратишимиз мумкин. Биринчи гуруҳга дивидендларни муҳимлигини инкор этувчи назарияларни киритсак, иккинчи

⁸ Brealey, Meyers. Principles of Corporate Finance//The Mc Graw–Hill Companies, 2003. Seventh Edition: стр. 1001–1002.

⁹ Black F., Scholes M.S. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns // Journal of Financial Economics. 1974. Vol. 1. Iss. 1. P. 1–22.

DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory // Journal of Financial Economics. 2006. No 81. P. 227–254.

Denis D.J., Osobov I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy // Journal of Financial Economics. 2008. Vol. 89. Iss. 1. P. 62–82.

Fama E., French K. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? // Journal of Financial Economics. 2001. No 60. P. 3–43.

Miller M.H., Rock K. Dividend Policy Under Asymmetric Information // The Journal of Finance. 1985. No 40. P. 1031–1051.

гурухга дивидендларни муҳимлигини ёқловчи назарияларни киритдик (1-жадвал). Мазкур назарияларнинг асосийлари ва улар томонидан илгари сурилган ғоялар қуйидаги жадвалда келтирилган.

1-жадвал

Дивиденд сиёсатининг асосий назариялари¹⁰

	Назария номи	Назария асосчилари	Асосий ғоя
Дивидендлар муҳимлигини инкор этувчи назариялар	Дивидендлар иррелевантлиги назарияси	Ф.Модильяни М.Миллер	Назария асосчилари дивиденд сиёсати компания бозор қийматига ҳам, мулкдорларнинг моддий ҳолатига ҳам таъсир этмайди, деган ғояни илгари суради.
	Солиқлар воситасидаги афзалликлар назарияси	Р.Литценбергер К.Рамасвами	Дивиденд сиёсати мулкдорларнинг жорий даврдаги ва келгусидаги даромадларидан солиқ тўловларини минималлаштириш мезони сифатида қаралади. Шу аснода, дивиденд тўловларини минималлаштириш ва фойдани реинвестиция қилишни максималлаштириш жараёни муҳим ҳисобланади.
Дивидендларнинг муҳимлигини ёқловчи назариялар	Дивидендларнинг афзаллиги ёки “кўлдаги қуш” назарияси	М.Гордон Ж.Линтнер	Инвесторлар фойдани реинвестиция қилишдан кўра жорий даврдаги дивидендлар кўринишидаги фойдани афзал билишади.
	Дивидендларнинг сигнал назарияси	С.Росс	Дивидендлар компания истикболлари ва унинг молиявий ҳолати ҳақида инвесторларга сигнал бериш воситаси ҳисобланади.
	“Мижоз эффекти” назарияси	М.Бреннан	Компания дивиденд сиёсати инвесторларнинг қутилмаларига асосланади. Ўз навбатида бунда инвесторлар компанияни унинг дивиденд сиёсатини инобатга олган ҳолда танлашади.

Дивиденд сиёсати билан боғлиқ назарияларни ўрганиб, шундай хулосага келдикки, ҳозирги даврда барча акциядорлик жамиятлари фаолиятига бирдек тадбиқ этиш мумкин бўлган ягона дивиденд сиёсати мавжуд эмас. Жумладан, турли давлатлардаги акциядорлик жамиятлари томонидан дивиденд тўловлари билан боғлиқ муносабатларга тўхталсак, уларда ушбу муносабатларнинг турлича эканлигини кузатиш мумкин.

Бу борада олиб борилган тадқиқотларни ўрганишимиз натижасида аниқладикки, “компаниялар фаолият юритадиган институционал муҳит уларнинг дивидендлар борасидаги танловига сезиларли таъсир кўрсатиши сабабли”¹¹, турли мамлакатларни тадқиқ этиш натижалари бир биридан кескин фарқ қилиши мумкинлигини кўрсатди. Энг кўп фарқланиш “ривожланган ва ривожланаётган бозорларда”¹², “англосаксон ва

¹⁰ Иқтисодий адабиётлардан фойдаланилган ҳолда тадқиқотчи томонидан тайёрланди.

¹¹ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny. Agency problems and dividend policies around the world // Journal of Finance LV, 1. 2000. p.1–33.
M.Faccio, L. Lang L. Young. Dividends and Expropriation // The American Economic Review, Vol. 91, No. 1 Mar. 2001., p. 54-78.

¹² D.Glen, Y. Karmokolias, R. Miller, S. Shah. Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets: To pay or not to pay // IFC Discussion Paper No: 26. 1995.

евроконтиненталь моделларига асосланган қонунчилик тизимига эга мамлакатларда”¹³ кузатилмоқда. Англосаксон моделига асосланган қонунчилик тизимига эга мамлакатларда акциядорлар ҳуқуқлари кучли ҳимоя қилинган¹⁴. Континенталь моделига асосланган қонунчилик тизимига эга мамлакатларда эса миноритар акциядорлар камроқ ҳуқуққа эга. Ўз навбатида менежерлар томонидан қабул қилинадиган қарорлар биринчи навбатда йирик акциядорларнинг манфаатларига боғлиқ бўлиб қолмоқда.

Республикада эса давлат стратегик аҳамиятга эга акциядорлик жамиятларида ўз улушига эга бўлиши билан бирга, жами акциядорлик жамиятларида ҳам юқори улушни эгалламоқда. Бундай ҳолатда давлат марказлашган ёндашувга таянади. Шу билан бирга Республикада молия бозори ривожланаётган бозор эканлигини инобатга олган ҳолда ҳамда республикада давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятларида ўтказилиши режалаштирилган хусусийлаштириш амалиётларининг самарали амалга оширилишига эришиш учун фикримизча, соф фойдадан дивиденд тўловларига ажаратиладиган минимал чегарани белгилаб олган ҳолда дивиденд сиёсати юритилиши мақсадга мувофиқ бўлади.

Умуман олганда, акциядорлик жамиятлари томонидан акциядорларга дивиденд тўлаш сабабларини тушунтириб берувчи бир неча назариялар мавжуд бўлиб, уларнинг барчаси ривожланган бозорларда бир неча бор синовдан ўтказилган, бунда улар ўз тасдиғини топиши билан биргаликда, рад ҳам этилган. Шунинг ҳам алоҳида таъкидлаб ўтишимиз керакки, олимлар томонидан дивиденд танловининг назарий жиҳатларини тадқиқ этиш билан боғлиқ тадқиқотларда, компаниялар томонидан мазкур танловга таъсир этувчи асосий омилларнинг рўйхати ўрганилган ва шакллантирилган, жумладан, “компания ҳажми, рентабеллик, инвестицион имкониятлар, жалб қилинган капитал баҳоси, жалб қилинган ва ўз капитал нисбати”¹⁵ ва бошқалар. Бундан ташқари, тадқиқотларда ривожланган бозорлардаги компаниялар одатда оддий эмпирик дивиденд моделига риоя қилиши ҳам аниқланган¹⁶. Лекин юқорида қайд этилганларга қарамадан, компания менежерлари дивидендлар ҳажми ва уларни тўлаш борасидаги қарорларни қабул қилишда “Улар қандай асосларга таянади?” деган савол ҳали ҳануз очиқлигича қолмоқда.

Шу билан бирга қимматли қоғозлар бозорида акциядорлик жамиятлари фаолият кўлами ва йўналиши кенгайиб, янгича тус олиб бораётганлиги натижасида фонд бозорлари ривожланишида улар томонидан юритилаётган

Aivazian V., L. Booth S. Cleary. Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? // *The Journal of Financial Research*, Vol. 26, No. 3. 2003. p. 371-387.

¹³ J. Farinha, O. López-de-Foronda. The relation between dividends and insider ownership in different legal systems: international evidence // *The European Journal of Finance*, Vol. 15, No. 2. Feb. 2009. p. 169-189.

¹⁴ R. La Porta., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny. Law and Finance // *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6. Dec. 1998. p. 1-33.

¹⁵ E.F. Fama, K.R. French. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? // *Journal of Financial Economics*, 60 (1). 2001. p.3-43

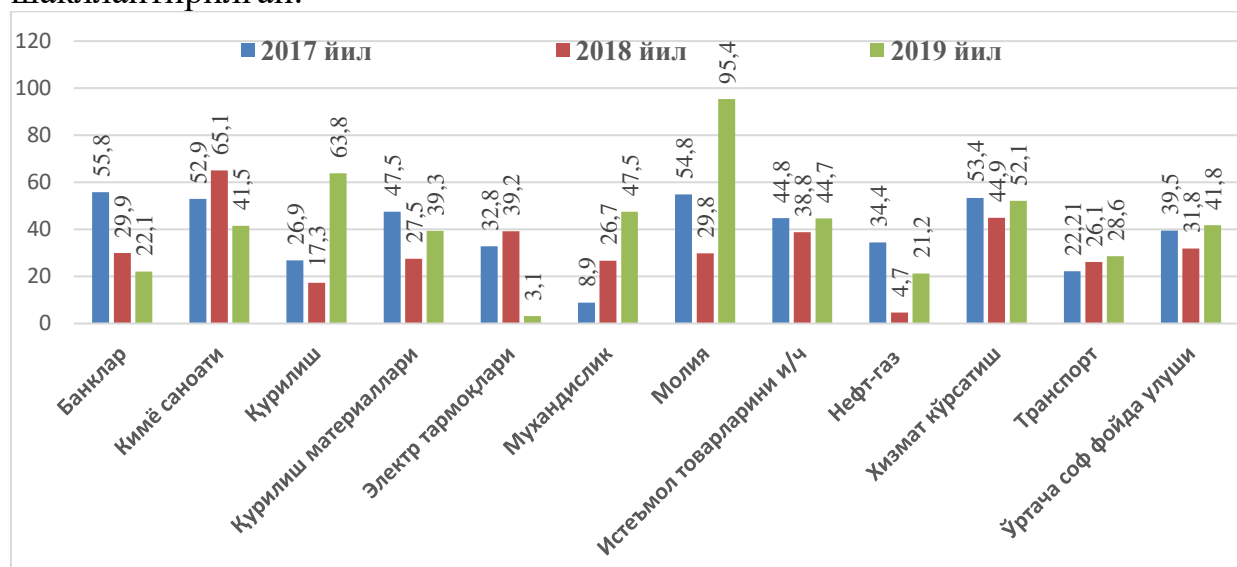
DJ. Denis, I. Osobov. [Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy](#) // *Journal of Financial economics* 89 (1), p.62-82

¹⁶ J. Lintner. Distribution of Incomes Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes // *American Economic Review* 46 (2) 1956. 97-113.

дивиденд сиёсати аҳамиятини ошишига сабаб бўлмоқда. Бу эса ўз навбатида, иқтисодчи олимлар томонидан оптимал дивиденд сиёсатини шакллантириш ҳамда унинг акциядорлик жамиятлари инвестицион жозибadorлигига таъсирини тадқиқ этиш масалаларига кўпроқ эътибор қаратилишини тақоза қилмоқда.

Фикримизча, маълум бир капитал эгаси учун ўз маблағларини акциядорлик жамиятлари қимматли қоғозларига инвестиция қилишда пировард мақсад, инвестицион объект бозор қийматини ошиши ҳисобланади, бу эса бошқа потенциал инвесторлар учун ҳам корхонанинг инвестицион жозибadorлигини оширувчи асосий омиллардан биридир. Мазкур жараёни эса самарали шакллантирилган ва юритилаётган дивиденд сиёсатисиз тасаввур эта олмаймиз.

Диссертация ишининг иккинчи боби “**Акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини ишлаб чиқиш механизми ва унинг амалдаги ҳолати таҳлили**” деб номланиб, ушбу бобда акциядорлик жамиятларида фойдани тақсимланиши ва унда дивидендларнинг улуши таҳлили, дивиденд сиёсатини акциядорлик жамияти бозор қийматига ва акциялар қийматига таъсирини эконометрик таҳлил қилиш, дивиденд тўловлари асосида инвестицион стратегияни амалга оширишда акциялар танловини амалга ошириш тартиби келтирилган бўлиб, уларни таҳлили натижасида қатор хулоса ва тавсиялар шакллантирилган.



2-расм. Республикадаги акциядорлик жамиятлари томонидан дивидендларга йўналтирилган соф фойда улуши, (фоизда)¹⁷.

Таҳлилларимизга кўра “Тошкент” РФБдаги оддий акцияларнинг нархлари нисбатан бозор характерига эгаллигини кўрсатса, имтиёзли акциялар бўйича эса бундай дея олмаймиз, чунки нархларни бундай юқори бўлиши акцияларнинг реал баҳосини кўрсатиб бера олмаяпти (бозор ликвидлиги паст, қимматли қоғозларнинг турлари чегараланган ва бошқалар). Фикримизча, бунда акциядорлик жамиятлари томонидан дивидендларга ажратилган соф фойда улушини баҳолаш лозим, деб ҳисоблаймиз ва

¹⁷ “Avesta investment Group” маълумотлари асосида тадқиқотчи томонидан тайёрланган.

2-расмда акциядорлик жамиятларини тармоқларга ажратган ҳолда дивидендларга йўналтирилган соф фойда улушини таҳлил қиламиз (2-расм).

Олиб борган таҳлилларимизга кўра, акциядорлик жамиятлари томонидан 2017 йилда дивидендларга йўналтирилган соф фойданинг ўртача улуши 39,5%ни, 2018 йилда 31,8%ни, 2019 йилда эса 41,8%ни ташкил этди. Бунда 2018 йилда 2017 йилга нисбатан соф фойданинг дивидендларга ажратилган улушини камайишини кузатишимиз мумкин. Акциядорлик жамиятларининг фаолият натижаларига кўра 2018 йилда асосан банклар, қурилиш, қурилиш материаллари, молия ва нефт-газ тармоқларида соф фойданинг дивидендларга ажратилган улуши сезиларли пасайган бўлса, бошқа тармоқларда эса ўсиш кузатилган. Шунинг ҳам алоҳида қайд этишимиз керакки, 2018 йилда банк ва молия тармоқларидаги акциядорлик жамиятлари ўз капиталини ошириш талабини бажарган бўлса, қурилиш материаллари ва нефт-газ тармоқлари ўз ресурсларини турли лойиҳаларга йўналтиришга асосий эътибор қаратган, мазкур жараёнда тўловларни камайишини табиий ҳол, деб ҳисоблаймиз.

Маълумки, 2020 йилда пандемия шароитида давлат бюджетининг кўшимча харажатлари юзага келганлиги сабабли акциядорлик жамиятларида 2019 йилдаги тақсимланмаган фойдани дивидендлар кўринишида тўланиши давлат томонидан белгилаб қўйилди ва бунда акциядорлик жамиятлари томонидан дивидендларга йўналтирилган соф фойда улуши 50%дан 85%гача ташкил этди. Натижада, 2020 йилда эълон қилинган ўртача дивидендларга йўналтирилган соф фойда улуши 41,8%ни ташкил этди.

Шунинг ҳам алоҳида таъкидлаб ўтишимиз керакки, бунда айрим тармоқ корхоналарида пасайиш кузатилган. Жумладан 2019 йилда банклар томонидан 22,1% соф фойда дивидендларга йўналтирилган. Бунда банкларнинг кредит портфелини ўсиши, ҳукумат томонидан пандемиядан энг кўп зарар кўрган тармоқларга асосий қарз ва фоизини тўлаш бўйича таътиллари берилиши банкнинг ликвидлилик коэффицентини пасайишига сабаб бўлган. Электр-энергетика тармоғида ҳам кескин пасайиш кузатилган, бунга сабаб 2019 йилда ушбу тармоқ корхоналари деярли фойда кўрмаган.

Умуман олганда, Республикада Корпоратив ахборотлар ягона порталида эълон қилинган маълумотларга кўра, 2019 йил натижаларига асосан 278 акциядорлик жамиятлари (599 та АЖлардан) 5,77 трлн. сўмга яқин дивиденд тўловларини амалга оширган.

Амалиётда акциядорлик жамиятлари томонидан дивиденд сиёсатини юритишда учта принципиал ёндашувга таянилиб, улар асосида дивиденд сиёсатининг “консерватив”, “ўртамиёна” (мўътадил) ва “агрессив” каби кўринишлари фаркланади. Фикримизча, бунда юритилаётган дивиденд сиёсати турини аниқлаш ва баҳолашда, фойдани реинвестиция қилиш коэффицентини қўллаш мақсадга мувофиқдир. Жумладан, таҳлилларга кўра “Жиззах пластмасса” АЖда 2014-2017 йилларда олинган соф фойдадан дивиденд тўловларига йўналтирилган улуши мос равишда 24,9% дан 50,0% гача етган бўлса, 2018 йилда эса 80,0%ни ташкил этган (2-жадвал).

2-жадвал

“Жиззах Пластмасса” АЖда дивиденд сиёсати турлари таҳлили¹⁸

№	Йиллар	Жами ажратилган сумма, сўм	Соф фойда, минг сўм	Фойдани реинвестициялаш коэффициенти	Дивиденд сиёсати тури
1.	2014	112 980 267,26	451 927,00	0,75	Ўртамиёна
2.	2015	255 151 961,12	510 306,00	0,50	Ўртамиёна
3.	2016	684 051 662,00	1 368 096,00	0,50	Ўртамиёна
4.	2017	5 951 180 340,00	11 902 511,00	0,50	Ўртамиёна
5.	2018	5 405 380 604,00	6 756 990,00	0,20	Агрессив
6.	2019	1 677 850 000,00	3 355 700, 00	0,50	Ўртамиёна
7.	2020 (Прогноз)	2 164 960 000,00	4 329 910, 00	0,50	Ўртамиёна

Бунда асосий сабаб сифатида акциядорлик жамиятида амалга оширилган ПРО амалиётини кўрсатишимиз мумкин. Олиб борилган тадқиқот натижасига кўра, акциядорлик жамиятлари ўз фаолиятларининг дастлабки босқичларида консерватив дивиденд сиёсатини қўллаши, ривожланишнинг кейинги босқичларида эса дивиденд сиёсатининг бошқа турларига амал қилиши, шунингдек, ўз хусусиятидан келиб чиққан ҳолда дивидендларнинг максимал нуқтасини белгилаб олиб, фойда кўрсаткичининг ўсишини давом эттиришга мутлоқ амин бўлганидагина, дивиденд сиёсатининг бир туридан бошқа турига ўтиши мақсадга мувофиқ, деган хулосага келдик.

Биз, тадқиқотимиз давомида акциядорлик жамиятлари бозор капитализацияси ва тўланаётган дивидендлар миқдори ўртасида ўзаро боғлиқликнинг мавжуд ёки мавжуд эмаслигини аниқлаш учун эконометрик таҳлилни амалга оширдик (3-жадвал).

3-жадвал

Ўзбекистон Республикаси акциядорлик жамиятлари томонидан тўланган дивидендлар миқдори ва бозор капитализация ҳажмини корреляцион-регрессион таҳлил натижалари¹⁹

№	Кўрсаткичлар	“Қизилқум цемент” АЖ	“Ўзбекистон Республика товар-хом ашё биржаси” АЖ	“Тошкентвино комбинати” АЖ
1.	Тўланган дивидендлар ва капитализациянинг ўзаро боғлиқлик коэффициенти	0,848545	0,819354	0,990993
2.	Бир бирлик акцияга тўланган дивиденд ва капитализациянинг ўзаро боғлиқлик коэффициенти	0,856523	0,821201	0,986254

Бунда биз, турли тармоқлардаги ва бозорда котировка нархига эга бўлган акциядорлик жамиятларини танлаб олиб, уларнинг 2014-2019 йиллар давомида ҳар йили бир дона акцияга тўлаган дивидендлари миқдори ва унинг капитализация ҳажми билан боғлиқлигини эконометрик таҳлил қилдик. Натижада, танлаб олинган акциядорлик жамиятларида ушбу кўрсаткичлар ўртасида тўғридан-тўғри ва кучли боғлиқлик мавжуд эканлигини аниқладик.

¹⁸ “Жиззах Пластмасса” АЖнинг ҳисобот маълумотлари асосида тадқиқотчи томонидан тайёрланган.

¹⁹ Акциядорлик жамиятлари маълумотлари асосида тадқиқотчи томонидан тайёрланган.

Чунки, юқоридаги жадвал маълумотларида келтирилганидек аниқланган боғлиқлик коэффиценти барча ҳолатларда 0,8 дан юқори эканлигини кўрсатди. Детерминация коэффиценти 0,7389 га тенг, бу эса вариациянинг 73,89%и тўланаётган дивидендлар ҳажми билан боғлиқлигини, қолган 26,11% эса бошқа омиллар натижасида акциядорлик жамиятлари капитализациясининг ўзгараётганлигини англатади.



3-расм. 2014-2019 йиллар мобайнида “Тошкентвино комбинати” АЖ томонидан тўланган дивидендлар миқдори ва капитализация ҳажми²⁰

Юқоридаги 3-расм маълумотларига кўра, ушбу боғлиқликни аниқлаш натижасида “Тошкентвино комбинати” АЖда акциялар бўйича дивиденд миқдорини 7,1 баробарга ошириш акциялар бозор баҳосини 10,1 баробар ортиши орқали жамиятнинг капитализация ҳажмини 46763,5 млн.сўмдан 475130,9 млн.сўмгача ўсишига олиб келди. Ушбу таҳлиллар натижасида биз, шунингдек, акциялар бозор баҳоси ва дивидендларнинг ўзгаришини прогноз қилишимиз мумкин бўлади. Бу эса акциядорлик жамиятларига дивиденд сиёсатини юритишда, унинг таъсир натижасини баҳолашга замин яратса, инвесторларга эса маблағларни ўз мақсадларидан келиб чиқиб йўналтиришларига имкон беради.

Қимматли қоғозлар бозорида иштирок этар эканмиз, ҳар биримиз киритган сармоядан у ёки бу даражада даромад олишга ҳаракат қилишимиз табиий ҳол, албатта. Мадомики, бунда ҳар бир инвестор ўз мақсадларидан келиб чиқиб ёндашади ва маълум бир стратегияни қўллайди. Биз, тадқиқотларимиз давомида дивиденд тўловлари асосида инвестицион стратегияни амалга оширишда акциялар танловини амалга ошириш жараёнини таҳлил қилдик ва ушбу танловни амалга ошириш босқичларини шакллантирдик. Дастлаб, ушбу танловни амалга оширишга замин яратиш мақсадида, ахборотлар манбаини шакллантириш лозим деб ҳисобладик. Мазкур таклифларимиз асосида Республика фонд биржаси веб сайтыда листингдан ўтган акциядорлик жамиятлари бўйича алоҳида рукн кўринишида тўланаётган дивидендлар бўйича календарь жорий қилинди.

²⁰ “Тошкентвино комбинати” АЖ маълумотлари асосида тадқиқотчи томонидан тайёрланган

Фикримизча, бундай турдаги инвестицион стратегияга амал қилувчи инвесторлар учун акцияларни сотиб олишда DSI индексини қўллаш орқали дивидендларни йилдан-йилга ўзгаришини прогноз қилиш имкони ошади. Мазкур индекс нолдан биргача қийматларни олиши мумкин. Аниқлашимизга кўра, акциялар бўйича дивиденд тўловлари барқарор тўлангани билан у 7 йил давомида кетма-кет амалга оширилмаса, натижа DSI=1 бўлмайди (4-жадвал).

4-жадвал

Акциядорлик жамиятларида дивиденд бўйича даромадлилик кўрсаткичи ва дивидендларнинг барқарорлиги индекси таҳлили²¹

№	Акциядорлик жамиятлари	Дивиденд бўйича даромадлиги (DY) (2018 йил натижаларига кўра)	Дивиденд барқарорлиги индекси (DSI) (7 йил давомида тўланган дивидендлар асосида)
1.	“Урганч ёғ-мой” АЖ	25,78%	1
2.	“Ўзбекистон Республикаси товар хом-ашё биржаси” АЖ	5,79%	0,92
3.	“Ўзбеккимёмаш заводи” АЖ	44,14%	0,85
4.	“Косон ёғ-экстракция” АЖ	12,85%	0,85
5.	ЧЭИИ “Тошкентвино комбинати” АЖ	7,30%	0,85
6.	“Урганчкорммаш” АЖ	24,38%	0,71
7.	“Фарғона ёғ-мой” АЖ	19,02%	0,71
8.	“Когон ёғ-экстракция заводи” АЖ	9,45%	0,71
9.	“Ўзтемирйўлконтейнер” АЖ	39,22%	0,5
10.	“Қашқадарё нефт-газ қурилиш ва таъмирлаш” АЖ	11,67%	0,42
11.	“Гранит” АЖ	4,78%	0,42
12.	“Наманганвино” АЖ	32,93%	0,28

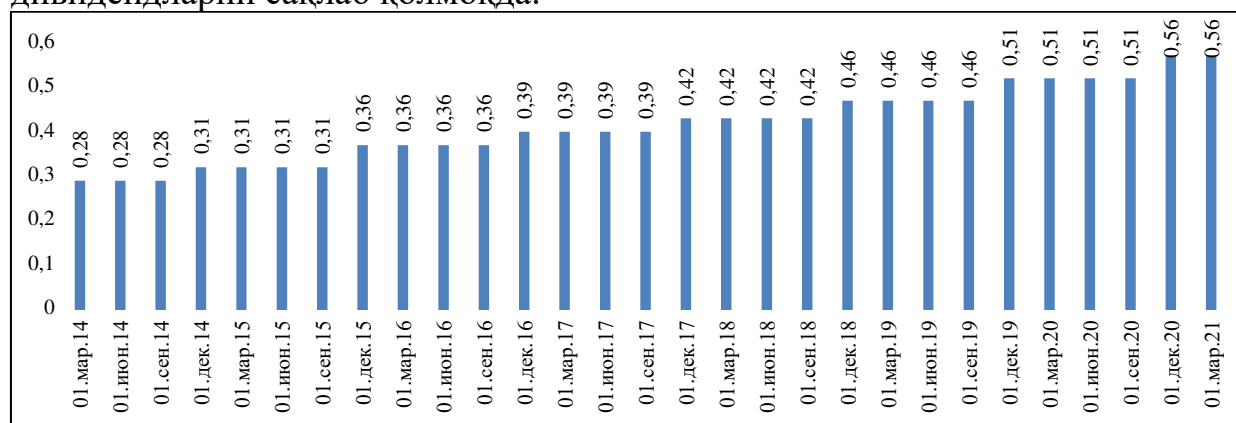
Юқоридаги жадвалда келтирилган таҳлилларга кўра дивидендлар барқарорлиги индекси бўйича энг жозибадор ва дивиденд тўловлари асосида инвестицион стратегияни амалга оширишга мос келувчи акциядорлик жамиятлари сифатида “Урганч ёғ-мой” АЖ, “Ўзбекистон Республикаси товар хом-ашё биржаси” АЖ, “Ўзбеккимёмаш заводи” АЖ, “Косон ёғ-экстракция” АЖ, ЧЭИИ “Тошкентвино комбинати” АЖ, “Урганчкорммаш” АЖ, “Когон ёғ-экстракция заводи” АЖ, “Фарғона ёғ-мой” АЖлари акцияларини танлашимиз мумкин. Мазкур жадвалда келтирилган “Ўзтемирйўлконтейнер” АЖда дивиденд бўйича даромадлилик кўрсаткичи 39,22%ни ташкил этсада, лекин дивиденд барқарорлиги индекси 0,5 натижани кўрсатганлиги, бу эса жамиятнинг қисқа муддатли дивиденд тўловлари тарихига эгалиги сабабли уни рўйхатга киритмадик.

Диссертациянинг “Акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини такомиллаштириш орқали инвестицион жозибадорликни ошириш йўллари” деб номланган учинчи бобида хорижий компаниялар дивиденд сиёсати борасидаги тажрибасини республикамизда қўллаш имкониятлари бўйича тавсиялар ишлаб чиқилган, шунингдек, диссертация ишининг мазкур бобида акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини оптималлаштириш

²¹ “Тошкент” РФБ маълумотлари асосида тадқиқотчи томонидан тайёрланган.

орқали инвестицион жозибадорликни такомиллаштириш йўналишлари ёритиб берилган.

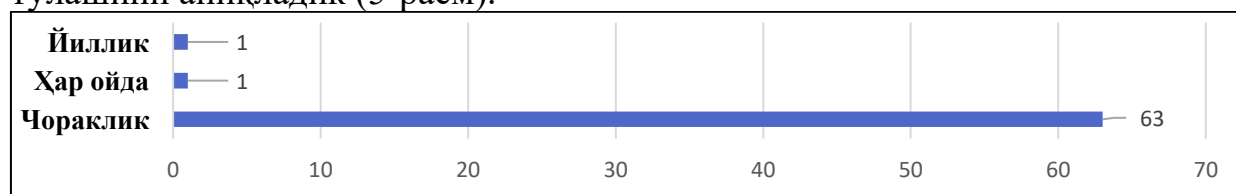
Ривожланган компаниялар томонидан дивиденд сиёсатини юритиш амалиётини ўрганар эканмиз, бунда акциядорлик жамиятларида дивиденд тўловларига йўналтирилган соф фойда улушининг юқорилиги билан Samsung Electronics компаниясининг дивиденд сиёсати алоҳида аҳамият касб этади. Мазкур компания ўз даромадида пасайиш тенденцияси кузатилган даврларда ҳам акциядорларнинг манфаатларини ҳимоя қилган ҳолда юқори дивидендларни сақлаб қолмоқда.



4-расм. Microsoft компаниясининг чораклик дивидендлари миқдори динамикаси (АҚШ долларида)²²

Бу каби сиёсатни юритувчи компаниялардан бири Microsoft компанияси бўлиб, юқоридаги 4-расм маълумотларидан кўриниб турибдики, компания йиллар давомида мунтазам равишда акциядорларга чораклик дивидендларни тўлаб келмоқда. Мазкур сиёсат орқали компания ҳам инвесторларга дивиденд тўламоқда, ҳам бошқа инвестицион фаолият учун етарли капиталга эга бўлмоқда.

Маълумки, АҚШда акциядорларга тўловларни 25 йил давомида барқарор равишда ошириб боровчи компанияларни ўз ичига олган, махсус S&P 500 “Dividend aristocrats” индекси мавжуд бўлиб, ушбу индекси таркибидаги компанияларнинг дивиденд тўловлари даврини таҳлил қилганимизда уларнинг аксарияти чораклик дивиденд тўловларини тўлашини аниқладик (5-расм).



5-расм. S&P 500 “Dividend aristocrats” индекси таркибидаги компанияларнинг дивиденд тўловлари даври бўйича таркиби²³

Жумладан, мазкур индекс таркибидан ўрин олган 65 та компанияларнинг 63 таси чораклик дивидендларни тўламоқда, бу орқали

²²Microsoft компанияси расмий веб сайти маълумотлари асосида тадқиқотчи томонидан тайёрланган. <https://www.microsoft.com/en-us/Investor/dividends-and-stock-history.aspx>

²³ S&P 500 “Dividend aristocrats” индекси маълумотлари асосида тадқиқотчи томонидан тайёрланган.

ушбу компаниялар акциядорларнинг даромадлилигини мунтазам таъминлаш ҳисобига инвестицион жозибадорлигини оширилишига сабаб бўлиши билан бирга компания фаолияти ҳақида бозорга доимий равишда “сигнал” ҳам бермоқда. Фикримизча, ушбу амалиётни республикамиздаги акциядорлик жамиятлари дивиденд сиёсатини юритиш амалиётида қўллаш мақсадга мувофиқдир. Бунда акциядорлик жамиятлари ривожланишининг дастлабки йилларида ярим йиллик дивидендларни, кейинги даврларда эса чораклик дивидендларни қўллаш орқали нафақат эмитентларнинг молиявий ҳолатини яхшилаш, балки режалаштирилаётган хусусийлаштириш амалиётларини самарали амалга оширишга замин яратилади, деб ҳисоблаймиз.

Олиб борилган тадқиқотларимиз асосида акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини оптималлаштириш ва уларнинг инвестицион жозибадорликларини ошириш билан боғлиқ бўлган қуйида келтирилган йўналишларни ишлаб чиқдик.

Республикамизда давлат улуши мавжуд акциядорлик жамиятларида хусусийлаштириш амалиётларини жадаллаштириш зарур. Ҳозирги кунда Қимматли қоғозлар Марказий депозитарийсида 597 та акциядорлик жамиятининг қимматли қоғозлари ҳисоби юритилмоқда. Жами акция чиқарилишлари ҳажми 139,91 трлн. сўм бўлиб, акциядорлик жамиятлари устав фондидаги акция эгалари тузилмаси (09.04.2021 ҳолатига) да давлат - 83,8%, хўжалик бошқаруви органлари- 3,1%, бошқа акциядорлар - 7,4%, жойлаштириш жараёнидаги акциялар - 5,7 % улушларга эга. Шу билан бирга ҳозирги кунда республикамизда 900 мингдан ортиқ акциядорлар мавжуд бўлса-да, аммо уларнинг 5 мингтасигина фаол ҳисобланади. Фикримизча, бундай шароитда акциядорларни молия бозорига жалб қилиш учун уларни қизиқтира оладиган таклифларни илгари суриш орқали хусусийлаштириш амалиётини жадаллаштириш лозим. Бунда аҳоли учун фойдали бўлган механизмлардан фойдаланиш ва бозорга энг жозибали, барқарор компанияларни таклиф қилиш билан бирга дивиденд сиёсатини ушбу жараёнларга мос ҳолда юритилиши мақсадга мувофиқ, деб ҳисоблаймиз.

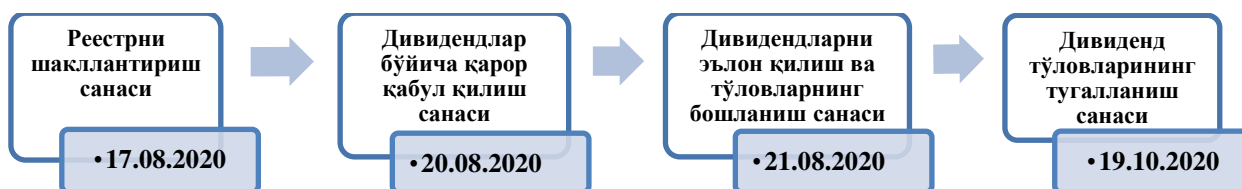
Миноритар акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш. Ушбу борада давлат улуши 50%дан юқори акциядорлик жамиятлари тармоқ хусусиятидан келиб чиқиб, уларнинг ривожланиш босқичларини инобатга ҳолда акциядорлик жамиятлари низомларида соф фойдадан дивидендларга йўналтириш чегарасини фоиз кўринишида белгилаб олиш лозим, деб ҳисоблаймиз. Бу орқали нафақат хусусийлаштириш амалиётларини самарали кечишига, балки миноритар акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш, уларни барқарор даромад олишлари орқали аҳолини ҳам молия бозорига кенг жалб қилиш имкони ошади.

Дивиденд тўлаш нуқтаи назаридан А ва Б категорияларга ажратилган оддий акцияларни жорий этиш. Бунда Сингапур давлати тажрибасини қўллаш мақсадга мувофиқдир. Маълумки, Сингапур давлати қонунлари акциялар категорияларини яратишда мослашувчан бўлиб, турли ҳуқуқларга эга бўлган акцияларни чиқаришда махсус чекловлар мавжуд эмас. Фикримизча, мазкур амалиётни жорий этилиши натижасида, бир вақтнинг

Ўзида инвесторлар, таъсисчилар томонидан маблағларнинг асосий қисмига эгалик қилинишидан сақлансалар, акциядорлик жамиятлари ўз даромадлилигига зарар келтирмаган ҳолда бозордаги позицияларини мустаҳкамланишига, ривожланишнинг дастлабки босқичларида мутлоқ назоратни сақлаб қолишларига эришилади.

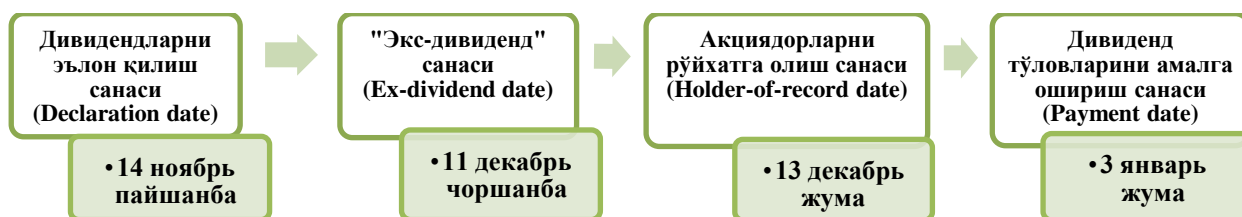
“Дивиденд аристократлари” индексини жорий этиш. Бизга маълумки, турли давлатлар фонд биржаларида компанияларнинг дивиденд тўловлари ҳолатини кўрсатиб берувчи махсус индекслардан фойдаланилади. Жумладан, Россия давлатида - DSI (Dividend Stability Index), АҚШда - S&P 500 “Dividend aristocrats” индекси ва бошқалар. Фикримизча, республикамызда ҳам мазкур индекс турини жорий этилиши нафақат хорижий инвесторларнинг, балки республикамыз аҳолисини ҳам фонд бозорига қизиқишларини янада ошишига сабаб бўлади, деб ҳисоблаймиз.

Дивиденд тўлаш жараёни кетма-кетлигини халқаро тажрибага уйғунлаштириш. Дивиденд сиёсатини юритишда акциядорлик жамиятлари томонидан дивидендларни эълон қилиш ва тўлаш жараёнининг ўзига хос тартиби мавжуд бўлиб, миллий амалиётимизда у қуйидаги б-расмда кўрсатилган кетма-кетликда амалга оширилади (б-расм):



б-расм. “Ўздонмаҳсулот” АҚси мисолида дивидендларни тўлаш жараёни босқичлари²⁴.

Бунда реестр акциядорлар умумий йиғилишидан уч иш куни олдин тузилади ва айнан шу реестрга киритилган акциядорларга дивиденд тўланиши миллий қонунчиликда белгилаб қўйилган. Бу борада халқаро амалиётга назар ташласак, дивидендларни тўлаш жараёнини тубдан фарқ қилишини кўришимиз мумкин (7-расм).



7-расм. Халқаро амалиётда дивидендларни тўлаш жараёни босқичлари²⁵.

Республикамыздаги дивиденд тўловларини амалга ошириш жараёни кетма-кетлигини халқаро тажрибага уйғунлаштириш лозим. Чунки, республикамыздаги молия бозори амалиётида биргина, “Экс-дивиденд санаси”нинг жорий қилиниши орқали акциялар курсининг дивиденд

²⁴ “Ўздонмаҳсулот” АҚнинг 2020 йил 21 августда эълон қилган 32-муҳим факт маълумотлари асосида тадқиқотчи томонидан тузилган. <http://www.openinfo.uz/ru/facts/37532/>

²⁵ Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, “Financial Management: Theory & Practice” Fourteenth Edition, South-Western, USA: Cengage Learning, 2017 y. 1204 p. P. 550-551. асосида тадқиқотчи томонидан тайёрланган.

тўловларига нисбатан тебранишини олдиндан тахминий баҳолаш билан бирга, фонд бозорида маълумотларни очиклиги, бозор шаффофлигини таъминлашга замин яратилади, деб ҳисоблаймиз.

ХУЛОСА

Акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини оптималлаштириш орқали инвестицион жозибаторликни оширишга доир олиб борилган тадқиқотлар натижасида қуйидаги асосий хулосалар шакллантирилди:

1. Акциядорлик жамиятларининг дивиденд, эмиссия ва инвестицион сиёсатларини ўзаро уйғун ҳолда, ҳамда максимал фойда олишга қаратилган йўналишларда олиб борилиши нафақат қимматли қоғозлар бозорига, балки бутун иқтисодиётга ижобий таъсир ўтказади. Хусусан, мамлакатда ишсизликни камайтиришга, аҳолини қимматли қоғозлар бозорида фаол иштирок этишига, солиқларни ўз вақтида тўланишига, миллий қимматли қоғозлар бозорининг ривожланишига ўз таъсирини кўрсатади.

2. Ҳозирги даврда барча акциядорлик жамиятлари фаолиятига бирдек тадбиқ этиш мумкин бўлган ягона дивиденд сиёсати мавжуд эмас. Турли давлатлардаги акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини тадқиқ этиш билан боғлиқ олиб борилган тадқиқотларни ўрганиш натижаларига кўра компаниялар фаолият юритадиган институционал муҳит уларнинг дивидендлар борасидаги танловига сезиларли таъсир кўрсатиши сабабли, тадқиқот натижалари бир биридан кескин фарқ қилиши мумкинлигини кўрсатди. Шу сабабли, акциядорлик жамиятлари фаолият юритишида институционал муҳит имкониятларини инобатга олиниши, компания учун самарали дивиденд сиёсатини шакллантиришга хизмат қилади.

3. Дивидендларнинг давлат миқёсида ва корпоратив тузилмалар миқёсидаги ўрнини тадқиқ этиш натижаларига кўра дивидендлар давлат миқёсида молия бозорини ривожлантириш, истеъмол бозорини мувофиқлаштириш, аҳоли саводхонлигини ошириш, давлат бюджети даромадларини ошириш воситаси ҳисобланиши, корпоратив тузилмалар миқёсида эса инвестицион жозибаторликка таъсир этиши, акциялар курсини шакллантирувчи омил эканлиги, молиявий ресурсларни шакллантириш жараёнига таъсир этиши, акциядорлик жамияти капитализация ҳажмини ўзгартира олишини кўрсатди.

4. Акциядорлик жамиятлари томонидан дивиденд сиёсатини амалга оширишда “консерватив”, “ўртамиёна” (мўътадил) ва “агрессив” каби учта принципал ёндашувлардан бири танланиши ва тадбиқ этилишида акциядорлик жамиятининг ривожланиш босқичлари, фойда кўрсаткичининг барқарор ўсиш даражасининг инобатга олиниши акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини самарали шакллантиришга хизмат қилади.

5. Дивиденд тўловларига асосланган ҳолда инвестицион стратегияни амалга оширишда қуйидаги кетма-кетликдаги босқичларга қатъий риоя қилиниши инвесторлар томонидан акциялар танловини самарали амалга оширишга хизмат қилади: дастлаб битта акцияга тўғри келадиган дивиденд (Dividend per share, DPS) ҳажми аниқланади (Таклиф этилган дивидендлар

бўйича календарь асосида); акция номиналига нисбатан дивиденд ставкаси банкнинг депозит фоизидан юқори бўлган оддий ёки имтиёзли акциялар танлаб олинади; дивиденд бўйича даромадлилик (Dividend Yield, DY) ҳамда дивиденд барқарорлиги индекси (Dividend Stability Index, DSI) аниқланади ва таҳлил қилинади; акциядорлик жамиятларининг фаолияти бошқа самарадорлик кўрсаткичлари (ROA, ROE каби) ёрдамида баҳоланиб, танловнинг тўғрилиги текширилади; сўнгги босқичда натижалар умумлаштирилади ва якуний акциялар танлови амалга оширилади.

6. Акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини шакллантиришнинг жорий даврдаги амалиёти бўйича ўтказилган тадқиқотлар қуйидаги муаммоларни аниқлаш имконини берди: акциядорлик жамиятлари устав фондидаги акция эгалари тузилмасида давлатнинг улуши юқорилиги, фаол акциядорларнинг ҳамда эркин муомаладаги акциялар сонининг камлиги, ахборотлар шаффофлиги кам таъминланганлиги, дивидендларнинг ўз вақтида тўланмаслиги, миноритар акциядорларнинг ҳуқуқларини бузилиши.

7. Ўзбекистон Республикасида акциядорлик жамиятлари дивиденд сиёсатини оптималлаштириш орқали инвестицион жозибadorликни оширишда қуйидаги таклифлар ва тавсиялардан фойдаланиш мақсадга мувофиқдир:

акцияларни танлаш босқичларида дивидендларнинг барқарорлиги индекси (DSI)ни қўллаш орқали дивиденд тўловларини мунтазам ошириб бориш ҳамда ахборотлар шаффофлигини таъминлаш самарали дивиденд сиёсатини юритилишига хизмат қилади;

акциядорлик жамиятларида соф фойдадан дивидендларга йўналтирилган минимал миқдорини фоиз кўринишида белгилаб қўйилиши акциядорлик жамиятларининг инвестицион жозибadorлигини оширишга ҳамда миноритар акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилишга замин яратади;

акциядорлик жамиятларида дивиденд тўловларининг чораклик тўланиши маҳаллий ва хорижий инвесторларни кенг жалб қилишга хизмат қилади;

акциядорлик жамияти капитализация ҳажмининг ўзгаришига таъсир кўрсатишини инобатга олган ҳолда дивиденд тўловлари миқдорини белгиланиши ҳамда акциялар бозор баҳоси ўзгаришини прогноз қилиш орқали дивиденд сиёсатини оптималлаштириш мумкин бўлади;

дивиденд тўлашнинг хориж тажрибаси асосида оддий акцияларни А ва Б категорияларга ажратилиши миноритар акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш имкониятини оширади;

акциядорлик жамиятларида махсус “Дивиденд аристократлари” индексини жорий қилиниши акциядорлик жамиятларининг инвестицион жозибadorлигини оширишга имконият яратади;

акциядорлик жамиятларида дивидендлар бўйича “Муҳим факт” киритиш орқали ахборотлар шаффофлигини таъминлашга, фаолиятга маҳаллий ва хорижий инвесторларнинг маблағларини кенг жалб қилишга хизмат қилади.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ ПО ПРИСУЖДЕНИЮ
УЧЁНЫХ СТЕПЕНЕЙ № DSc.03/30.12.2019.I.17.01 ПРИ
ТАШКЕНТСКОМ ФИНАНСОВОМ ИНСТИТУТЕ**

ТАШКЕНТСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ

ШЕРКУЗИЕВА НАСИБА АБРОРОВНА

**ПОВЫШЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ
ПОСРЕДСТВОМ ОПТИМИЗАЦИИ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ
АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ**

08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации доктора философии (Doctor of Philosophy) по экономическим наукам

город Ташкент – 2021 год

Тема диссертации доктора философии (Doctor of Philosophy) зарегистрирована под номером B2019.2.PhD/Iqt991 в Высшей аттестационной комиссии при Кабинете Министров Республики Узбекистан.

Диссертация выполнена в Ташкентском финансовом институте.

Автореферат диссертации на трёх языках (русский, узбекский, английский (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета (www.tfi.uz) и информационно-образовательном портале «Ziyonet» (www.ziyonet.uz).

Научный руководитель

Ташмурадова Бувсара Эгамовна
доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты:

Жумаев Нодир Хосиятович
доктор экономических наук, профессор

Каримов Норбой Ганиевич
доктор экономических наук, профессор

Ведущая организация:


Филиал Российского экономического университета имени Г.В.Плеханова в городе Ташкенте

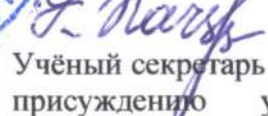
Защита диссертации состоится «21» 05 2021 года в 16⁰⁰ часов на заседании Научного совета DSc.03/30.12.2019.I.17.01 при Ташкентском финансовом институте по адресу: 100000, г. Ташкент, ул. Амира Темура, 60А. Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-46-26, e-mail: ilmiykengash@tfi.uz.


С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского финансового института (зарегистрировано под номером 185). Адрес: 100000, г. Ташкент, ул. Амира Темура, 60А. Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-46-26, e-mail: admin@tfi.uz.

Автореферат диссертации разослан «03» 05 2021 года
(протокол реестра № 18 от «03» 05 2021 года).




Т.З.Тешабаев
Председатель Научного совета по присуждению учёных степеней, доктор экономических наук, профессор


Н.Н.Каландарова
Учёный секретарь Научного совета по присуждению учёных степеней, доктор философии по экономическим наукам (PhD)


И.Н.Кузиев
Председатель Научного семинара при Научном совете по присуждению учёных степеней, доктор экономических наук, профессор

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии (PhD))

Актуальность и необходимость темы диссертации. Одним из признаков эффективного финансового управления в акционерных обществах во всём мире считается чётко сформулированная и строго соблюдаемая дивидендная политика, удовлетворяющая интересы акционеров и позволяющая сохранить и повысить конкурентоспособность акционерных обществ на рынке. Следует отметить, что на сегодняшний день международные рейтинговые агентства также уделяют особое внимание акционерным обществам, выплачивающим дивиденды. При этом можно привести пример ежегодно публикуемого престижного индекса S&P 500 Dividend aristocrats. Согласно исследованию, опубликованному в британском журнале Financial Analysts, аналитики оценили компании, входящие в индекс S&P 500 по приросту котировок за 30-летний период, разделив их по динамике осуществления дивидендных выплат на такие группы, как растущие, стабильные, снижающиеся и нулевые группы. В результате выявлено, что «в компаниях, выплачивающих наибольшие дивидендные выплаты, показатель среднегодового роста составляет 11%, а в компаниях, которые вообще не выплачивали дивиденды, самый низкий показатель роста - 2,4%»¹. Это указывает на то, что в акционерных обществах существуют различные подходы к дивидендной политике, разные взгляды на её проведение и дальнейшее проведение исследований в этой области является одной из наиболее актуальных задач корпоративного финансового управления.

В научных кругах в мире также наблюдается повышенный интерес к решениям, связанным с дивидендами. Следовательно, в мировой практике проведено большое количество научно-исследовательских работ по вопросам эффективной организации дивидендной политики и тем самым повышения инвестиционной привлекательности акционерных обществ. В данных исследованиях изучены такие вопросы, как определение роли дивидендной политики в корпоративном финансовом управлении, влияния дивидендной политики акционерных обществ на денежные потоки и рыночную стоимость акций, исследование преимуществ и недостатков различных типов дивидендной политики, оценки факторов, влияющих на размер выплачиваемых дивидендов, классификация видов дивидендных платежей а также, определение причин покупки компанией собственных акций. Однако различная трактовка дивидендной политики в мире, отличающийся уровень её влияния на инвестиционную привлекательность компаний, некоторые задачи, связанные с формированием оптимальной дивидендной политики, до сих пор не нашли своего положительного решения.

В Узбекистане «необходимо ускорить трансформацию государственных

¹ Robert D. Arnott, Clifford S. Asness. Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth. // Financial Analysts Journal. Volume 59, Issue 1, 1 Jan. 2003.

компаний при осуществлении структурных преобразований в экономике»². Для этого требуется выполнение таких актуальных задач, как принятие оптимальных решений по управлению финансовыми ресурсами в акционерных обществах посредством эффективной организации дивидендной политики, широкое использование современных инструментов укрепления их финансового обеспечения, внедрение стратегий управления при принятии инвестиционных решений, эффективная организация практики приватизации. В целях выполнения данных задач необходимо оптимизация дивидендной политики в акционерных обществах страны на основе международного опыта и повышение инвестиционной привлекательности, которое и определяет актуальность выбранной нами темы исследования.

Настоящее диссертационное исследование в определённой степени служит реализации задач, поставленных в Указах Президента Республики Узбекистан № УП-4947 «О стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан» от 7 февраля 2017 года, № УП-6207 «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» от 13 апреля 2021 года, № УП-6096 «О мерах по ускоренному реформированию предприятий с участием государства и приватизации государственных активов» от 27 октября 2020 года, № УП-6079 «Об утверждении Стратегии «Цифровой Узбекистан-2030» и мерах по её эффективной реализации» от 5 октября 2020 года, № УП-5630 «О мерах по коренному совершенствованию системы управления государственными активами, антимонопольного регулирования и рынка капитала» от 14 января 2019 года, в постановлении Президента Республики Узбекистан № ПП-2454 «О дополнительных мерах по привлечению иностранных инвесторов в акционерные общества» от 21 декабря 2015 года, постановлении Кабинета Министров Республики Узбекистан № 268 «Об организации проведения публичного предложения акций на фондовой бирже» от 10 мая 2017 года, а также в других нормативно-правовых документах.

Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики. Данное диссертационное исследование выполнено в соответствии с приоритетным направлением развития науки и технологий республики I. «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

Степень изученности проблемы. Теоретические и методологические основы организации дивидендной политики в акционерных обществах, её экономическое содержание и вопросы её влияния на стоимость и инвестиционную привлекательность компании исследованы рядом зарубежных учёных-экономистов, в частности, отражены в научных работах таких учёных, как Дж.К.Ван Хорн, Дж.М.Вахович, Stephen Ross, F. Brigham Eugene, C. Ehrhardt Michael, Merton H. Miller, Franco Modigliani, M. J. Gordon,

² Послание Президента Республики Узбекистан Шавката Мирзиёева Олий Мажлису, 29 декабря 2020 года. <https://president.uz/uz/lists/view/4057>

J. Lintner, Н. Robert Litzenberger, Krishna Ramaswamy, Р.Брейли, С.Майерс, F. Black, M.S. Scholes, Е.А. Шамин, О.А. Фролова, О.А. Зубренкова, И.Я. Лукасевич и другие³.

Экономическая сущность оптимизации дивидендной политики и разные направления повышения инвестиционной привлекательности изучены в научно-исследовательских работах учёных-экономистов нашей страны, таких как Т.С.Маликов, Н.Х.Хайдаров, О.О.Олимжонов, М.Б.Хамидулин, Р.Х.Карлибаева, Б.Э.Тошмуродова, С.Э.Элмирзаев, Н.Р.Турсунова, И.Л.Бутиков, Ф.Т.Мухамедов, Х.А.Курбонов, О.Н.Хамдамов, Х.Х.Худойкулов, А.А.Шомиров, А.А.Мирисаев, Н.Т.Пулатов, Ф.А.Хамидова, Ж.Ф.Каримов, К.Х.Акрамов, Д.Б.Бегматова, У.Р.Халиков, Ж.Ж.Курбонов, Р.Р.Абдураупов, Н.М.Расулов⁴.

³ Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами: Пер с англ./Под ред.И.И.Елисейевой. – М.:Финансы и статистика, 2003, стр.522; Ван Хорн Дж.К., Вахович Дж.М. Основы финансового менеджмента. 11-е издание. Москва-Санкт-Петербург-Киев.Издательский дом “Вильямс”. 2004 - 988 с.; Ross, Stephen A, Fundamentals of Corporate finance. 6th edition. North Ryde, NSW McGraw-Hill Education (Australia), 2014.- p 756; Eugene Brigham F., Ehrhardt Michael C. “Financial Management: Teory & Practice” Fourteenth Edition, South-Western, USA: Cengage Learning, 2017 y. p. 1204; 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; Gordon M. J. Dividends, Earnings, and Stock Prices // The Review of Economics and Statistics, Vol. 41, No. 2, Part 1. May, 1959, p. 99-105; Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes // The American Economic Review, Vol. 46, No. 2, 1956, pp. 97-113; Litzenberger Robert H, Ramaswamy Krishna. Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices // Journal of Financial Economics, 1979, vol. 7, issue 2, p.163-195; Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер с англ. – М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 1997, стр.401-404; Black F., Scholes M.S. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns // Journal of Financial Economics. 1974. Vol. 1. Iss. 1. P. 1–22; Шамин Е.А., Фролова О.А., Зубренкова О.А. Финансовый менеджмент // Княгинино: НГИЭИ, 2011. С. 162; Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: учебник. 4-е изд., перераб. и доп. М.: Национальное образование, 2013. с.768.

⁴ Т.С.Маликов, Н.Х.Хайдаров ва бошқ. Молиявий бошқарув/Муаллифлар жамоаси: - Т.: Ғафур Ғулом номидаги нашриёт матбаа ижодий уйи, 2009 – 433 бет.; Олимжонов О.О., Маликов Т.С. Молиявий менежмент. Т.: “Академия” нашриёти 1999 – 193 б.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления: автореферат дисс...д.э.н. – Ташкент, 2008.– с.12.; Карлибаева Р.Х. Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари: дисс. автореферати. и.ф.д. – Ташкент, 2018. – 14 б.; Тошмуродова Б.Э., Элмирзаев С.Э., Турсунова Н.Р. Молиявий менежмент: Дарслик – Т.: Иқтисод-молия, 2017. - 336 б.; Бутиков И.Л. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане: автореферат дисс...д-ра.э.к. наук. – Т., 2009 г.; Мухамедов Ф.Т. Ўзбекистонда кимматли қоғозлар савдо тизимларини такомиллаштириш. И.ф.н....автореф. – Т., 2012.; Курбанов Х.А. Корпоративные финансы. Учебное пособие. – Т.: Iqtisod-moliya, 2007. –184 с.; Хамдамов О.Н. Корхоналарда молиявий менежмент тизимини такомиллаштириш. Икт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2018.; Худойкулов Х.Х. Фонд бозори активларини баҳолаш механизминини такомиллаштириш. Икт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2018.; Шомиров А.А. Акциядорлик жамиятлар молиявий ресурсларини бошқариш самарадорлигини ошириш йўллари. Икт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2019.; Мирисаев А.А. Хусусийлаштирилган корхоналар фаолияти самарадорлигини оширишнинг молиявий жиҳатлари. И.ф.н....автореф. – Т., 2008.; Пулатов Н.Т. Очиқ акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарув самарадорлигини ошириш йўллари. И.ф.н....автореф. – Т., 2011.; Хамидова Ф.А. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия. Автореф...к.э.н. – Т., 2008.; Каримов Ж.Ф. Компаниялар ва уларнинг акциялари бозор қийматини бошқариш масалалари. И.ф.н....автореф. – Т., 2011.; Акрамов К.Х. Совершенствование финансового обеспечения модернизации акционерных предприятий посредством ценных бумаг. Автореф...к.э.н. – Т., 2011.; Бегматова Д.Б. Акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарувнинг самарадорлигини баҳолаш усулларини такомиллаштириш. Икт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2017.; Халиков У.Р. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш. Икт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2017.; Курбонов Ж.Ж. Давлат ва корпоратив тузилмалар ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатларни самарали ташкил этиш йўллари. Икт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2018. Абдураупов Р.Р. Ўзбекистонда хорижий инвестицияли корхоналар иқтисодий салоҳиятини бошқариш

Вышеперечисленными учёными выражены различные мнения по изучению некоторых аспектов данного вопроса, однако наличие ряда проблем в области оптимизации дивидендной политики в акционерных обществах нашей республики требует проведения как теоретического, так и практического более глубокого исследования. В частности, в современных условиях формирования дивидендной политики, не изучены комплексно в качестве отдельного направления такие аспекты, как формирование дивидендной политики в современных условиях которое удовлетворяло бы требования всех участников процесса корпоративного финансового управления, учитывая при этом все основные факторы, влияющие на дивидендную политику, а также на инвестиционную привлекательность акционерных обществ. Это обстоятельство также определяет актуальность выбранной темы.

Связь диссертационного исследования с планом научно-исследовательских работ высшего учебного заведения, в котором выполнена диссертация. Данное диссертационное исследование выполнено в соответствии с планом научно-исследовательских работ Ташкентского финансового института в рамках темы «Совершенствование научно-методических основ и методов обеспечения макроэкономической стабильности и прогнозирования социально-экономического развития в Узбекистане».

Целью исследования является разработка предложений и рекомендаций по повышению инвестиционной привлекательности акционерных обществ посредством оптимизации дивидендной политики.

Задачи исследования заключаются в следующем:

исследование экономических основ и основных особенностей разработки дивидендной политики акционерных обществ;

изучение основных теорий дивидендной политики и межгосударственных различий в выборе дивидендов;

раскрытие экономического и организационного механизма дивидендной политики корпоративных структур в обеспечении инвестиционной привлекательности;

разработка предложения по определению типа дивидендной политики соответствующей этапам развития посредством анализа распределения прибыли в акционерных обществах нашей республики и доли в ней дивидендов;

разработка предложений посредством аналитической оценки влияния дивидендной политики на рыночную стоимость компании и стоимость акций;

разработка рекомендаций по осуществлению выбора акций при реализации инвестиционной стратегии на основе дивидендных выплат;

разработка рекомендаций по возможностям применения в нашей республике опыта проведения дивидендной политики развитых компаний мира;

изучение путей повышения стабильности корпоративной финансовой системы управления посредством оптимизации дивидендной политики;

анализ проблем, имеющих в практике проведения дивидендной политики в акционерных обществах, и разработка предложений по эффективной организации дивидендной политики.

Объектом исследования являются акционерные общества, ведущие свою деятельность в Республике Узбекистан, и их дивидендная политика.

Предметом исследования считаются экономические отношения, возникающие при повышении инвестиционной привлекательности в акционерных обществах посредством оптимизации дивидендной политики.

Методы исследования. В диссертации использованы такие методы, как группировка, сравнение, научное мышление, экономико-статистическая и экспертная оценка, корреляционный и регрессионный анализ.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

предложена эффективная дивидендная политика на основе регулярного увеличения дивидендных выплат путем применения индекса стабильности дивидендов (DSI) и обеспечения информационной прозрачности на этапах выбора акций;

обоснована защита прав миноритарных акционеров в повышении инвестиционной привлекательности акционерных обществ посредством установления по направлению 50 процентов от чистой прибыли на дивиденды;

предложено осуществлять квартальные дивидендные выплаты в целях повышения уровня капитализации акционерных обществ, широкого привлечения отечественных и иностранных инвесторов;

предлагается оптимизировать дивидендную политику основываясь на повышении объёма капитализации в акционерных обществах в 10,1 раза посредством увеличения размера дивидендных выплат в 7,1 раза.

Практические результаты исследования заключаются в следующем:

предложено введение календаря по дивидендным выплатам при привлечении инвесторов на финансовый рынок;

разработана специальная программа для расчёта доходности акций, их реальной стоимости, а также стоимости капитала, сформированного за счёт эмиссии акций;

разработаны этапы осуществления выбора акций при формировании инвестиционной стратегии на основе дивидендных выплат;

в целях защиты прав миноритарных акционеров обоснована необходимость разделения обыкновенных акций на категории А и Б на основе практики дивидендных выплат в Сингапуре;

предложено внедрение специального индекса «Дивидендные аристократы» в акционерных обществах, регулярно выплачивающим дивиденды в нашей республике;

обоснована необходимость внедрения «Существенного факта» о дивидендах в целях положительного влияния на привлечение средств отечественных и иностранных инвесторов в деятельность акционерных обществ нашей страны;

обосновано повышение инвестиционной привлекательности и подготовки акционерных обществ к приватизации с соответствием последовательности процесса выплаты дивидендов по международному опыту, а также проведения дивидендной политики, соответствующей этапам развития акционерных обществ.

Достоверность результатов исследования подтверждается использованием подходов, методов и теоретических данных из официальных источников, проверкой эффективности приведенного анализа и экспериментов в интервале математико-статистической достоверности, соответствием приведённых в статистических закономерностях требованиям достоверности, основанностью исследования на статистических данных Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан, Республиканской фондовой биржи «Ташкент», Центрального депозитария ценных бумаг, Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике, а также финансовой отчётности, практических данных акционерных обществ и иностранных компаний.

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научная значимость результатов исследования заключается в том, что разработанные предложения могут быть использованы при проведении научных исследований, при разработке нормативно-правовых документов по повышению инвестиционной привлекательности в акционерных обществах посредством оптимизации дивидендной политики.

Практическая значимость результатов исследования заключается в возможности использования разработанных рекомендаций в принятии оптимальных решений по управлению инвестиционной деятельностью посредством эффективной организации дивидендной политики в акционерных обществах, в широком использовании современных инструментов в укреплении финансового обеспечения, формировании стратегий управления по принятию инвестиционных решений при эффективном осуществлении практики приватизации.

Внедрение результатов исследования. На основе полученных научных результатов по повышению инвестиционной привлекательности посредством оптимизации дивидендной политики в акционерных обществах:

предложение по разработке эффективной дивидендной политики на основе регулярного увеличения дивидендных выплат путем применения индекса дивидендной стабильности (DSI) и обеспечения информационной прозрачности на этапах выбора акций внедрено в деятельности

Республиканской фондовой биржи «Ташкент», а также при разработке Дивидендной политики АО «Узагрокимёхимоя», АО «Тошкентвино Комбинати», АО «Фаргонаазот» (справки № 01/16-07-303 Республиканской фондовой биржи «Ташкент» от 11 мая 2020 года, №01-16/630 АО «Узагрокимёхимоя» от 30 октября 2020 года, №10 АО «Тошкентвино Комбинати» от 12 октября 2020 года и № 43/729 АО «Фаргонаазот» от 15 февраля 2021 года). На основании данного предложения в виде отдельного раздела введен календарь дивидендных выплат акционерных обществ, прошедшим листинг на веб сайте Республиканской фондовой биржи, вместе с этим позволило привлечь в акционерные общества широкий спектр местных и иностранных инвестиций, успешно провести в них практики приватизации, а также способствовало обеспечению корпоративной прозрачности и транспарентности рынка на фондовой бирже нашей страны;

предложение по защите прав миноритарных акционеров и повышение инвестиционной привлекательности акционерных обществ посредством установления по направлению 50 процентов от чистой прибыли на дивиденды, внедрено при разработке Дивидендной политики АО «Узагрокимёхимоя», АО «Тошкентвино Комбинати» (справки №01-16/630 АО «Узагрокимёхимоя» от 30 октября 2020 года и №10 АО «Тошкентвино Комбинати» от 12 октября 2020 года). В результате, в Положении о дивидендной политике акционерных обществ установлена норма по направлению не менее 50% от чистой прибыли на выплату дивидендов, что привело к повышению интереса инвесторов к акционерным обществам, положительному изменению курса акций, созданию условий для привлечения в деятельность дополнительных средств и эффективного осуществления практики приватизации;

предложение по осуществлению квартальных дивидендных выплат в целях повышения уровня капитализации акционерных обществ, широкого привлечения отечественных и иностранных инвесторов внедрено при разработке стратегии развития по подготовке и повышению инвестиционной привлекательности перед приватизацией АО «Тошкентвино Комбинати», АО «Фаргонаазот» (справки №10 АО «Тошкентвино Комбинати» от 12 октября 2020 года и № 43/729 АО «Фаргонаазот» от 15 февраля 2021 год). В результате внедрения данного предложения создана возможность широкого привлечения отечественных и иностранных инвестиций в акционерные общества, эффективного осуществления практики приватизации в них;

предложение по оптимизации дивидендной политики основываясь на повышении объёма капитализации в акционерных обществах в 10,1 раза посредством увеличения размера дивидендных выплат в 7,1 раза внедрено при разработке Дивидендной политики АО «Тошкентвино Комбинати» (справка №10 АО «Тошкентвино Комбинати» от 12 октября 2020 года). В результате внедрения данного предложения в практику, достигнуто дальнейшее повышение инвестиционной привлекательности акционерного общества и значительное увеличение притока финансовых ресурсов за счёт

проведения рациональной дивидендной политики. В частности, за 2014-2019 годы в АО «Тошкентвино Комбинати» увеличение объёма дивидендных выплат по акциям (доходности акций) в 7,1 раза привело к росту объёма капитализации общества с 46763,5 млн. сум до 475130,9 млн. сумов за счёт увеличения рыночной цены акций в 10,1 раза. Также в результате эконометрического анализа дивидендной политики акционерного общества появилась возможность прогнозирования изменений рыночной стоимости акций.

Апробация результатов исследования. Результаты данного исследования прошли обсуждение на 12 республиканских и 8 международных научно-практических конференциях.

Публикация результатов исследования. По теме диссертации опубликовано всего 29 научных работ, из них 9 статей в научных изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан для публикации основных научных результатов докторских диссертаций, в том числе 2 научные статьи в зарубежных журналах.

Структура и объём диссертации. Диссертация состоит из введения, трёх глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объём диссертации составляет 132 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во введении обоснована актуальность и значение исследования, дана характеристика цели и задачам, объекту и предмету исследования, показано соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики. Также во введении приведены научная новизна и практические результаты исследования, изложены научная и практическая значимость полученных результатов, приведены сведения о внедрении результатов в практику, количестве публикаций и структуре диссертации.

В первой главе диссертации под названием **«Теоретические и экономические основы обеспечения инвестиционной привлекательности посредством эффективной организации дивидендной политики акционерных обществ»** детально исследованы экономические основы и особенности разработки дивидендной политики акционерных обществ, основные теории дивидендной политики и межгосударственные различия в выборе дивидендов, экономический и организационный механизм дивидендной политики акционерных обществ в обеспечении инвестиционной привлекательности, и сделаны соответствующие выводы.

Дивидендная политика и её различные проблемные аспекты изучены многими отечественными и зарубежными учёными-экономистами. Такое внимание к теме обусловлено рядом факторов. На наш взгляд, основные из них сформулированы зарубежными учёными-экономистами Дж.К. Шим и Дж.Г. Сигелем и, по их мнению, заключаются в следующем:

«во-первых, дивидендная политика влияет на инвестиционные отношения. Акционеры негативно относятся к акционерным обществам, которые регулярно сокращают дивиденды, что, в свою очередь, приводит к падению рыночной стоимости акций;

во-вторых, дивидендная политика влияет на финансовую стратегию акционерных обществ и бюджет капитальных вложений;

в-третьих, дивидендная политика влияет на денежный поток акционерных обществ. Акционерные общества с низким уровнем ликвидности могут быть вынуждены ограничить выплату дивидендов;

в-четвёртых, поскольку дивиденды выплачиваются из нераспределённой прибыли, они могут привести к уменьшению акционерного капитала. В результате коэффициент соотношения заёмного капитала к акционерному капиталу может увеличиться»⁵.

Исходя из этого, следует отметить, что дивидендная политика, наряду с влиянием на статус акционерных обществ на финансовом рынке, является на государственном уровне силой, направляющей сбережения граждан на финансовый рынок.

Роль дивидендов на государственном уровне и в сфере корпоративных структур имеет особое значение, что приведено в рисунке 1 ниже.

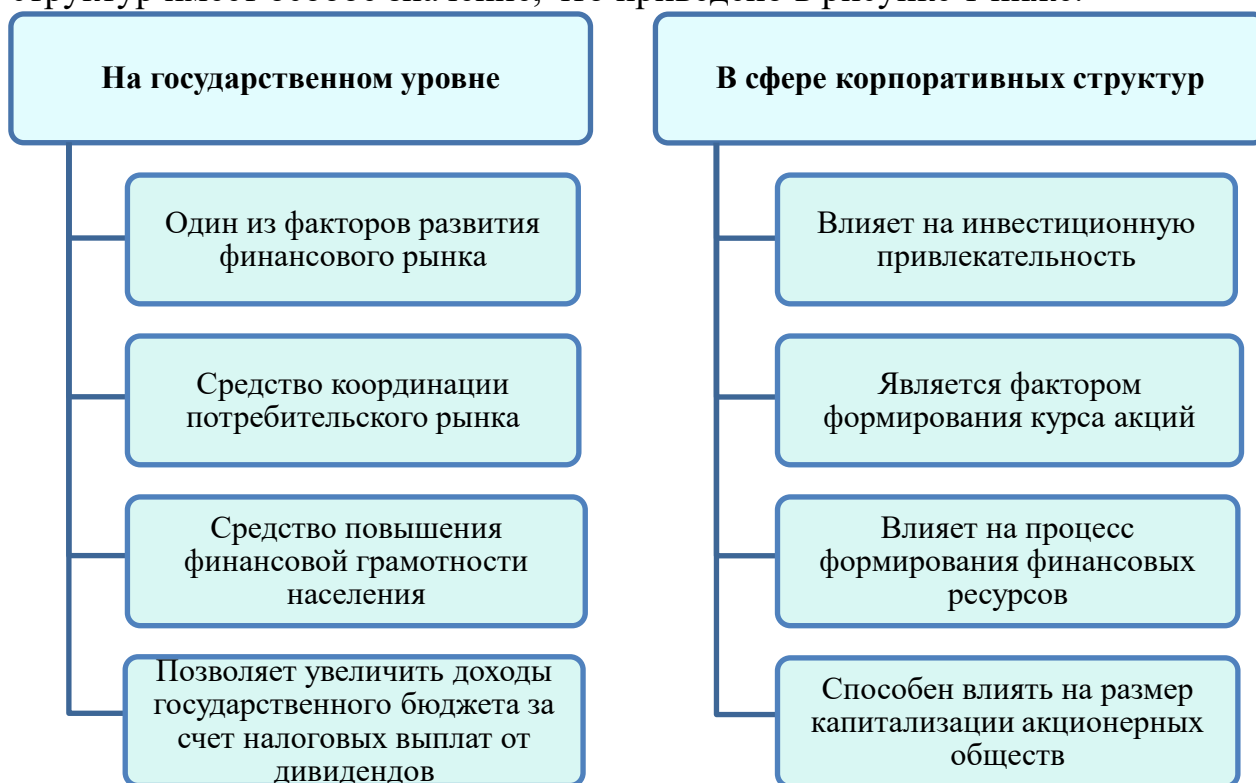


Рисунок 1. Роль дивидендов в экономике⁶

Не секрет, что изменения, происходящие сегодня во внешнеэкономической среде, заставляют обратить внимание на проблемы корпоративного финансового управления. При этом дивидендная политика,

⁵ Шим Джей К., Сигел Джоэл Г. Финансовый менеджмент: пер. с англ. М.: Филин, 1996. 400 с. 342 стр.

⁶ Разработано автором.

направленная на оптимизацию соотношения прибыли, распределяемой между акционерами и направляемой на финансирование деятельности с целью увеличения рыночной стоимости компании, становится важной задачей корпоративного финансового управления.

Дивидендная политика также имеет большое значение в бизнес среде. В частности, по мнению Виктории Майсурадзе - младшего управляющего директора по корпоративному финансированию агентства Moody's «Дивидендная политика является одной из ключевых факторов при определении кредитного рейтинга компании»⁷. По мнению учёных-экономистов Брейли и Майерса, вопрос распределения прибыли, в частности дискуссии по поводу осуществления выплаты дивидендов, входит в десятку нерешённых проблем в области финансовых вопросов⁸. Это указывает на то, что данные проблемы остаются спорными среди ученых и практиков.

В настоящее время развитие рынка капитала в нашей республике, привлечение инвестиционных средств, эффективное осуществление процессов, связанных с приватизацией акционерных обществ, повышение ликвидности фондового рынка и другие подобные задачи, которые необходимо решить, требуют оптимизации дивидендной политики акционерных обществ, её организации и ведения в соответствии с современными требованиями. Действительно, даже с научной точки зрения очевидно, что некоторые вопросы, связанные с исследованием основных особенностей дивидендной политики до сих пор являются малоизученными, несмотря на то, что первые научные исследования в этой области формировались в первой половине прошлого века⁹. Это и характеризует сосуществование нескольких альтернативных теорий, связанных с дивидендной политикой, которые принципиально отличаются между собой.

Следует особо отметить, что на сегодняшний день в научных кругах исследования по формированию оптимальной дивидендной политики проводятся в основном в рамках компаний развитых стран. В то же время можно наблюдать, что исследователями нашей республики и стран СНГ параметры дивидендной политики акционерных обществ в комплексном виде исследованы на ограниченном уровне. На наш взгляд, основная причина этого кроется в том, что фондовые рынки являются сравнительно

⁷ М.Товкайло, О.Плотонова, Д.Фомченко. Минфин хочет получать дивиденды госкомпаний по МСФО. // Ведомости. - 14 май 2013 г.- 81 (3343). - стр.4.

⁸ Brealey, Meyers. Principles of Corporate Finance//The Mc Graw-Hill Companies, 2003.Seventh Edition: стр. 1001-1002.

⁹ Black F., Scholes M.S. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns // Journal of Financial Economics. 1974. Vol. 1. Iss. 1. P. 1-22.

DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory // Journal of Financial Economics. 2006. No 81. P. 227-254.

Denis D.J., Osobov I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy // Journal of Financial Economics. 2008. Vol. 89. Iss. 1. P. 62-82.

Fama E., French K. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? // Journal of Financial Economics. 2001. No 60. P. 3-43.

Miller M.H., Rock K. Dividend Policy Under Asymmetric Information // The Journal of Finance. 1985. No 40. P. 1031-1051.

молодыми, а также существует ограниченность количества и видов ценных бумаг в свободном обращении и т.д.. Однако следует также отметить, что в отдельных научных исследованиях имеются рассуждения о некоторых параметрах дивидендной политики.

В целом, в результате развития дивидендной политики можем наблюдать возникновение определённых теорий. В результате проведённых исследований, мы можем разделить основные теории дивидендной политики на две группы. В первую группу включены теории, опровергающие важность дивидендов, а во вторую группу - теории, утверждающие важность дивидендов (таблица 1). Основные из данных теорий приведены в таблице ниже.

Таблица 1.

Основные теории дивидендной политики¹⁰

	Название теории	Основатели теории	Основная идея
Теории, опровергающие важность дивидендов	Теория иррелевантности дивидендов	Ф.Модильяни и М.Миллер	Основатели теории утверждают, что дивидендная политика не влияет ни на рыночную стоимость компании, ни на материальное состояние собственников
	Теория налоговой дифференциации	Р.Литценбергер К.Рамасвами	Дивидендная политика объясняется как критерий минимизации налоговых платежей с текущих и будущих доходов собственников. Исходя из этого важное значение имеет процесс минимизации дивидендных выплат и максимизации реинвестирования прибыли.
Теории, утверждающие важность дивидендов	Теория предпочтительности дивидендов или «Синица в руках»	М.Гордон Ж.Линтнер	Инвесторы предпочитают получать прибыль в форме дивидендов в текущем периоде, чем неопределённые доходы в будущем от реинвестирования прибыли
	Сигнальная теория дивидендов	С.Росс	Дивиденды являются средством, сигнализирующим инвесторов о перспективах компании и её финансовом состоянии.
	Теория «Эффект клиента»	М.Бреннан	Дивидендная политика компании основывается на ожиданиях инвесторов. Инвесторы, в свою очередь, выбирают компанию с учётом её дивидендной политики.

Изучив теории дивидендной политики, мы пришли к выводу, что в настоящее время не существует единой дивидендной политики, которую можно одинаково применить к деятельности всех акционерных обществ. В частности, если мы рассмотрим отношения, связанные с выплатами дивидендов акционерными обществами разных стран, то увидим, что они весьма различны.

В ходе исследования выявлено, что «институциональная среда, в которой ведут свою деятельность компании, оказывает значительное влияние на их выбор по поводу дивидендов»¹¹, результаты исследований разных

¹⁰ Подготовлено автором.

¹¹ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny. Agency problems and dividend policies around the world // Journal of Finance LV, 1. 2000. p.1–33.

стран указывают на сильные отличия между ними. Наибольшие различия наблюдаются на «развитых и развивающихся рынках»¹², в странах с законодательными системами, основанными на «англосаксонской и евроконтинентальной моделях»¹³. В странах с законодательной системой, основанной на англосаксонской модели, права акционеров более защищены¹⁴. А в странах с законодательной системой, основанной на континентальной модели, миноритарные акционеры имеют меньше прав. Решения, принимаемые менеджерами, в свою очередь, связаны в основном с интересами крупных акционеров.

В нашей республике государство имеет долю в стратегически важных акционерных обществах и в то же время занимает значительную долю в целом по акционерным обществам. В таких случаях государство опирается на централизованный подход. В то же время, учитывая, что финансовый рынок республики является развивающимся и для достижения эффективной реализации запланированной в нашей республике практики по приватизации в акционерных обществах с участием государства целесообразно, на наш взгляд, проводить дивидендную политику с установлением минимального значения отчислений с чистой прибыли на выплату дивидендов.

В целом, существует несколько теорий, объясняющих причины выплаты акционерными обществами дивидендов акционерам, которые неоднократно прошли апробацию на развитых рынках, при этом они и подтверждались, и опровергались. Следует также отметить, что в исследованиях, посвященных теоретическим аспектам дивидендного выбора, учёными исследованы основные факторы, влияющие на этот выбор компаний, и составлен их перечень, такие как «величина компании, рентабельность, инвестиционные возможности, долговая нагрузка, соотношение привлечённого и собственного капитала»¹⁵ и другие. Кроме того, в исследованиях выявлено, что компании на развитых рынках обычно следуют простой эмпирической модели дивидендов¹⁶. Но, несмотря на вышеперечисленное, при принятии решений менеджерами о размере дивидендов и их выплате в целом, вопрос «Какие причины движут ими?» всё ещё остается открытым.

Как известно, в результате расширения сферы и направлений деятельности акционерных обществ на рынке ценных бумаг, их работы по-

M.Faccio, L. Lang L. Young. Dividends and Expropriation // *The American Economic Review*, Vol. 91, No. 1 Mar. 2001., p. 54-78.

¹² D.Glen, Y. Karmokolias, R. Miller, S. Shah. Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets: To pay or not to pay // IFC Discussion Paper No: 26. 1995.

Aivazian V., L. Booth S. Cleary. Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? // *The Journal of Financial Research*, Vol. 26, No. 3. 2003. p. 371-387.

¹³ J. Farinha, O. López-de-Foronda. The relation between dividends and insider ownership in different legal systems: international evidence // *The European Journal of Finance*, Vol. 15, No. 2. Feb. 2009. p. 169-189.

¹⁴ R. La Porta., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny. Law and Finance // *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6. Dec. 1998. p. 1-33.

¹⁵ E.F. Fama, K.R. French. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? // *Journal of Financial Economics*, 60 (1). 2001. p.3-43

DJ. Denis, I. Osobov. [Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy](#) // *Journal of Financial economics* 89 (1), p.62-82

¹⁶ J. Lintner. Distribution of Incomes Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes // *American Economic Review* 46 (2) 1956. 97-113.

новому формату проводить к тому что, повышается значимость их дивидендной политики в развитии фондового рынка. Это, в свою очередь, приводит к тому, что экономисты и учёные уделяют больше внимания вопросам формирования оптимальной дивидендной политики и исследованиям её влияния на инвестиционную привлекательность акционерных обществ.

По нашему мнению, конечной целью владельца определённого капитала при инвестировании своих средств в ценные бумаги акционерных обществ является повышение рыночной стоимости объекта инвестирования, что также является одним из основных факторов, повышающих инвестиционную привлекательность предприятия и для остальных потенциальных инвесторов. Невозможно представить этот процесс без эффективно сформированной и проведённой дивидендной политики.

Во второй главе диссертации под названием «**Механизм разработки дивидендной политики акционерных обществ и анализ его текущего состояния**» проведён анализ распределения прибыли в акционерных обществах и доли дивидендов в ней, эконометрический анализ влияния дивидендной политики на рыночную стоимость компании и стоимость акций, приведён порядок осуществления выбора акций при реализации инвестиционной стратегии на основе дивидендных выплат, а также в результате их анализа сформулирован ряд соответствующих выводов и рекомендаций.

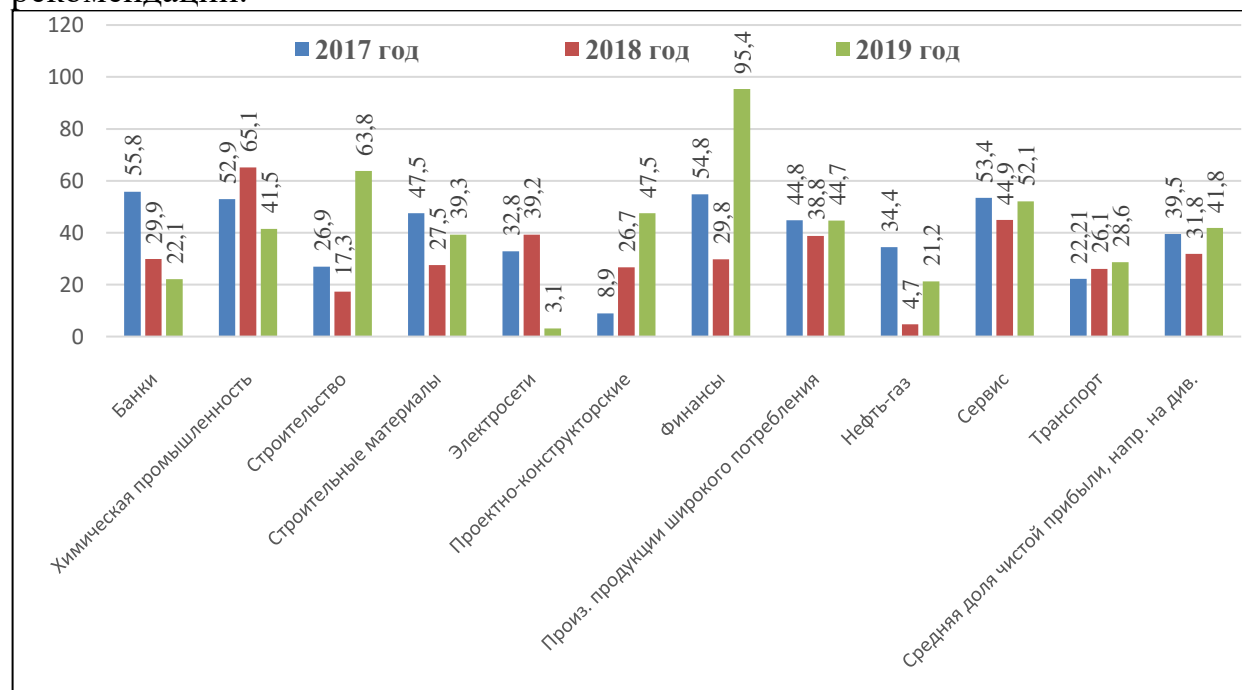


Рис. 2. Доля чистой прибыли, направленной на выплату дивидендов акционерными обществами нашей республики, в процентах¹⁷

Согласно нашему анализу, если цены на обыкновенные акции на Республиканской фондовой бирже «Ташкент» сравнительно имеют рыночный характер, то о привилегированных акциях так сказать нельзя,

¹⁷ Подготовлено автором на основе данных «Avesta investment Group».

поскольку такая высокая цена не отражает реальной стоимости акций (низкая рыночная ликвидность, ограниченность видов ценных бумаг и другие). Исходя из этого, необходимо проведение оценки доли чистой прибыли, направляемой акционерными обществами на дивиденды, и на рисунке 2 проведён анализ доли чистой прибыли, направляемой на дивиденды акционерными обществами, рассмотрев их в разрезе отраслей (рис. 2).

Согласно проведённому нами анализу, средний удельный вес чистой прибыли, направляемой акционерными обществами на дивиденды, составил в 2017 году 39,5%, в 2018 году - 31,8%, а в 2019 году - 41,8%. При этом можно заметить снижение доли чистой прибыли, направляемой на дивиденды в 2018 году по сравнению с 2017 годом. По результатам деятельности акционерных обществ в 2018 году доля чистой прибыли, направляемая на дивиденды, значительно снизилась в банковском секторе, строительстве, промышленности строительных материалов, финансовом и нефтегазовом секторах, а в остальных отраслях наблюдался рост. Следует особо отметить, что в 2018 году акционерные общества в банковском и финансовом секторе выполнили требования по увеличению собственного капитала, в то время как отрасль строительных материалов и нефтегазовый сектор основное внимание уделили направлению своих ресурсов на различные проекты, и в таких случаях мы считаем, что уменьшение выплат является естественным явлением.

Как известно, в 2020 году в условиях пандемии, из-за возникновения дополнительных расходов у государственного бюджета, в акционерных обществах государством установлено требование об уплате нераспределенной прибыли 2019 года в виде дивидендов. При этом доля чистой прибыли, направленная на дивиденды, составила от 50 до 85%. В результате, в 2020 году доля чистой прибыли, направленная на дивиденды, в среднем по отраслям составила 41,8%.

Также следует отметить, что на предприятиях некоторых отраслей наблюдалось снижение. В частности, в 2019 году банками направлено на дивиденды 22,1% от чистой прибыли. При этом причинами снижения коэффициента их ликвидности стали рост кредитного портфеля банков, предоставление государством каникул при выплате основного долга и процентов отраслям, наиболее пострадавшим от пандемии. В электроэнергетической отрасли также наблюдалось резкое снижение, причиной этому явилось то, что в 2019 году предприятия этой отрасли практически не получили прибыль.

В целом, согласно данным Единого портала корпоративной информации нашей республики по итогам 2019 года 278 акционерных обществ (из 599 АО) рассчитали и выплатили дивиденды на сумму около 5,77 трлн. сумов.

На практике осуществление дивидендной политики акционерных обществ основана на трех подходах, на их основе выделяются такие виды дивидендной политики, как «консервативная», «умеренная» и «агрессивная». На наш взгляд, для определения и оценки типа проводимой дивидендной политики целесообразно использовать коэффициент реинвестирования

прибыли. В частности, согласно проведенному анализу, доля дивидендных выплат в чистой прибыли АО «Джиззак пластмасса» в 2014-2017 годах составила от 24,9% до 50,0% соответственно, а в 2018 году он составил 80,0% (таблица 2).

Таблица 2.

Анализ видов дивидендной политики в АО «Джиззак Пластмасса»¹⁸

№	Годы	Всего направленная сумма, в сумах	Чистая прибыль, тыс.сум.	Коэффициент реинвестирования прибыли	Вид дивидендной политики
1.	2014	112 980 267,26	451 927,00	0,75	Умеренная
2.	2015	255 151 961,12	510 306,00	0,50	Умеренная
3.	2016	684 051 662,00	1 368 096,00	0,50	Умеренная
4.	2017	5 951 180 340,00	11 902 511,00	0,50	Умеренная
5.	2018	5 405 380 604,00	6 756 990,00	0,20	Агрессивная
6.	2019	1 677 850 000,00	3 355 700, 00	0,50	Умеренная
7.	2020 (Прогноз)	2 164 960 000,00	4 329 910, 00	0,50	Умеренная

Основная причина этого проведенная практика IPO в акционерном обществе. Согласно нашему анализу, акционерным обществам целесообразно применять консервативную дивидендную политику на ранних стадиях своей деятельности, а на более поздних стадиях развития придерживаться других видов дивидендной политики. При этом мы считаем, что переход от одного типа дивидендной политики к другому необходимо осуществлять при абсолютной уверенности в продолжении роста показателя прибыли, исходя из особенностей данного акционерного общества, установив максимальную точку дивидендных выплат.

В ходе нашего исследования мы провели корреляционно-регрессионный анализ для определения наличия или отсутствия взаимосвязи между рыночной капитализацией акционерных обществ и размером выплачиваемых дивидендов (таблица 3).

Таблица 3.

Результаты корреляционно-регрессионного анализа суммы выплаченных дивидендов и объёма рыночной капитализации акционерных обществ Республики Узбекистан¹⁹

№	Показатели	АО «Кизилкумент»	АО «Узбекистон Республика товар-хом ашё биржаси»	АО «Тошкентвино комбинати»
1.	Коэффициент взаимосвязи выплаченных дивидендов и капитализации	0,848545	0,819354	0,990993
2.	Коэффициент взаимосвязи дивидендов, выплаченных на одну акцию, и капитализации	0,856523	0,821201	0,986254

При этом мы выбрали акционерные общества различных отраслей, имеющих котировочные цены на рынке, и провели эконометрический анализ

¹⁸ Подготовлено автором на основе данных АО «Джиззак Пластмасса».

¹⁹ Подготовлено автором на основе данных акционерных обществ.

взаимосвязи суммы дивидендов, ежегодно выплачиваемых на одну акцию, и объёма капитализации в 2014–2019 годах. В результате в выбранных акционерных обществах мы обнаружили прямую и очень тесную связь между этими показателями. Это связано с тем, что, как показано в данных в таблице выше, во всех случаях значение выявленного коэффициента взаимосвязи был выше 0,8. Коэффициент Детерминации равен 0,7389, это означает, что 73,89% вариации связано с объемом выплаченных дивидендов, а остальные 26,11% связаны с изменением капитализации акционерных обществ в результате действия других факторов.

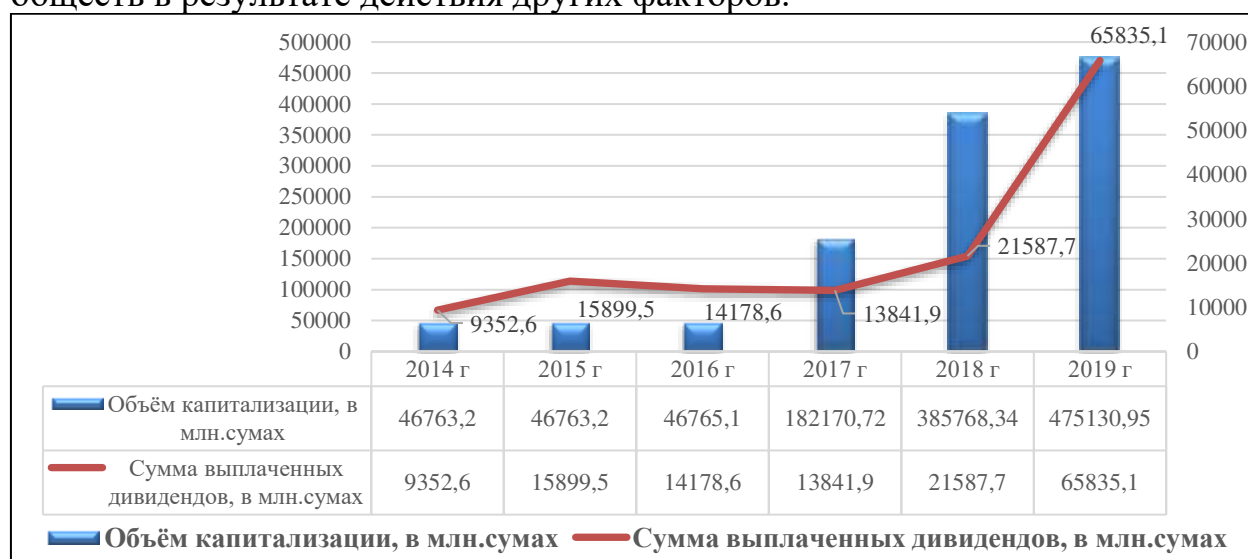


Рис. 3. Размер выплаченных дивидендов и объём капитализации АО «Тошкентвино Комбинати» в течении 2014-2019 годов²⁰

Как показано на Рисунке 3 выше, в результате определения данной взаимосвязи увеличение размера дивидендов по акциям в АО «Тошкентвино комбинати» в 7,1 раза превысив при этом рыночную цену акций в 10,1 раза привело к росту объёма капитализации общества с 46763,5 млн. сумов до 475130,9 млн. сумов. В результате данного анализа мы сможем также прогнозировать изменения рыночной цены акций и дивидендов. Это позволит акционерным обществам оценивать влияние дивидендной политики при её осуществлении и позволит инвесторам направлять средства в соответствии со своими целями.

Участвуя на рынке ценных бумаг, вполне естественно то, что каждый из нас пытается получить в той или иной степени доход от вложенных инвестиций. При этом каждый инвестор подходит к этому исходя из собственных целей и применяет определённую стратегию. В ходе исследования мы провели анализ процесса поэтапного осуществления выбора акций при реализации инвестиционной стратегии, основанной на дивидендных выплатах и сформировали этапы реализации этого выбора. Изначально мы посчитали необходимым сформулировать источник данных для того, чтобы создать основу для проведения этого выбора, и на основании наших предложений на веб сайте Республиканской фондовой биржи был

²⁰ Подготовлено автором на основе данных АО «Тошкентвино Комбинати».

введен календарь в виде отдельного раздела по дивидендным выплатам акционерных обществ, прошедшим листинг.

По нашему мнению, для инвесторов, которые следуют этой инвестиционной стратегии, посредством осуществления выбора акций с применением индекса DSI при покупке акций повышается возможность прогнозирования дивидендов из года в год. Данный индекс может иметь значения от нуля до единицы. Выявлено, что если одновременные стабильные выплаты дивидендов по акциям не будут выплачиваться в течение 7 лет подряд, то, равенство $DSI = 1$ не будет достигнуто (таблица 4).

Таблица 4.

Анализ показателя дивидендой доходности и индекса стабильности дивидендов акционерных обществ²¹

№	Акционерные общества	Дивидендная доходность (DY) (по итогам 2018 года)	Индекс стабильности дивидендов (DSI) (на основе дивидендов, выплаченных на протяжении 7 лет)
1.	АО «Урганч ёг-мой»	25,78%	1
2.	АО «Узбекистон Республикаси товар хом-ашё биржаси»	5,79%	0,92
3.	АО «Узбеккимёмаш заводи»	44,14%	0,85
4.	АО «Косон ёг-экстракция»	12,85%	0,85
5.	АО «Тошкентвино комбинати»	7,30%	0,85
6.	АО «Урганчкорммаш»	24,38%	0,71
7.	АО «Фаргона ёг-мой»	19,02%	0,71
8.	АО «Когон ёг-экстракция заводи»	9,45%	0,71
9.	АО «Ўзтемирйулконтейнер»	39,22%	0,5
10.	АО «Кашкадарё нефт-газ курилиш ва таъмирлаш»	11,67%	0,42
11.	АО «Гранит»	4,78%	0,42
12.	АО «Наманганвино»	32,93%	0,28

Согласно анализу, приведенному в таблице выше, мы пришли к выводу, что в качестве наиболее привлекательных по индексу стабильности дивидендов и подходящих для реализации инвестиционной стратегии, основанной на дивидендных выплатах, можно выбрать акции следующих акционерных обществ таких как, АО «Урганч ёг-мой», АО «Узбекистон Республикаси товар хом-ашё биржаси», АО «Узбеккимёмаш заводи», АО «Косон ёг-экстракция», АО «Тошкентвино комбинати», АО «Урганчкорммаш», АО «Фаргона ёг-мой», АО «Когон ёг-экстракция заводи». Несмотря на то, доходность по дивидендам в АО «Ўзтемирйулконтейнер» составляет 39,22%, мы не включили данную компанию в список, потому что индекс стабильности дивидендов составляет 0,5, это означает, что компания имеет короткую историю выплаты дивидендов.

В третьей главе диссертации под названием «Пути повышения инвестиционной привлекательности посредством совершенствования дивидендной политики акционерных обществ» разработаны рекомендации по возможности применения опыта зарубежных компаний по

²¹ Подготовлено автором на основе данных РФБ «Ташкент».

дивидендной политике в нашей рспублике, а также в этой главе диссертации освещены вопросы повышения инвестиционной привлекательности посредством эффективной организации дивидендной политики в акционерных обществах.

Изучая практику проведения дивидендной политики развитыми компаниями можно заметить, что среди акционерных обществ по высокой доле чистой прибыли, направляемой на дивидендные выплаты, выделяется компания Samsung Electronics. Данная компания защищая интересы акционеров, сохраняет высокий уровень дивидендов даже в периоды, когда наблюдается тенденция снижения доходов.

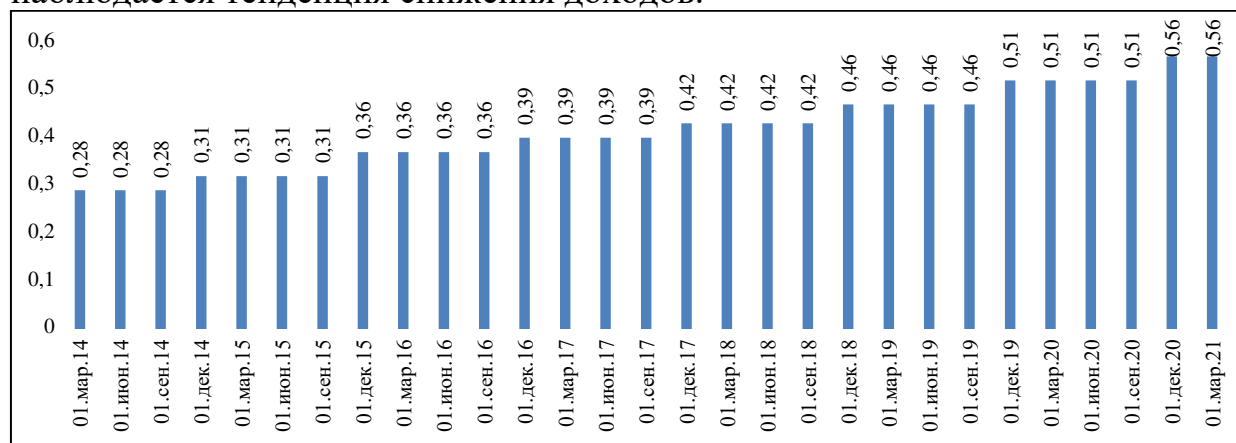


Рисунок 4. Динамика квартальных дивидендных выплат компании Microsoft (в долларах США)²²

Одной из таких компаний с похожей политикой является Microsoft, и как видно из данных рисунка 4 выше, компания на протяжении нескольких лет продолжает регулярно выплачивать акционерам квартальные дивиденды. Благодаря такой политике компании выплачивают дивиденды инвесторам и одновременно владеют достаточным капиталом для прочей инвестиционной деятельности.

Как известно, в США существует специальный индекс S&P 500 «Dividend aristocrats», включающий компании, стабильно увеличивающие выплаты акционерам в течение 25 лет, анализируя период дивидендных выплат компаний в составе этого индекса, мы выяснили, что большинство из них осуществляют квартальные выплаты дивидендов (рисунок 5).

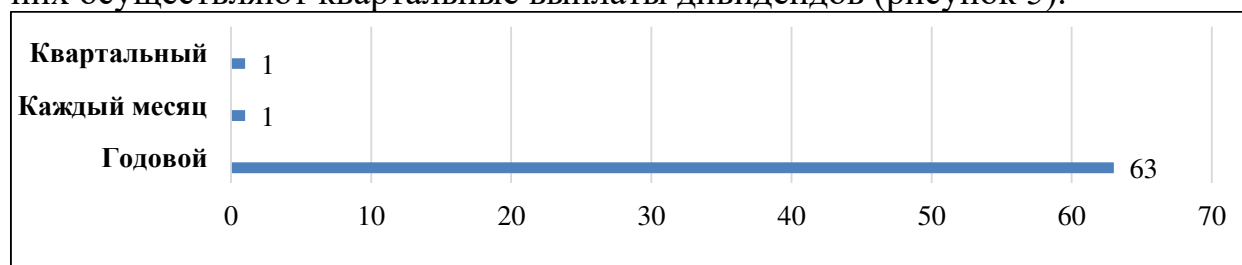


Рисунок 5. Состав компаний, входящих в индекс S&P 500 «Dividend aristocrats», по периоду дивидендных выплат²³

²²Подготовлено автором на основе данных официального веб сайта компании Microsoft <https://www.microsoft.com/en-us/Investor/dividends-and-stock-history.aspx>

²³ Подготовлено автором на основе данных индекса S&P 500 «Dividend aristocrats».

В частности, 63 компаний из 65, входящих в индекс выплачивают квартальные дивиденды, что приводит к повышению инвестиционной привлекательности этих компаний за счет регулярного обеспечения доходности акционеров, а также постоянно подают «сигнал» о деятельности компании на рынок. На наш взгляд, целесообразно применить данную практику в осуществлении дивидендной политики акционерных обществ нашей республики. При этом мы считаем, что с применением полугодовых дивидендов в первые годы развития акционерных обществ, а на последующих этапах - квартальных дивидендов будет заложена основа не только для улучшения финансового положения эмитентов, но и для эффективной реализации планируемых приватизационных практик.

На основе проведенных исследований мы разработали ниже приведенные направления по оптимизации дивидендной политики в акционерных обществах и повышения их инвестиционной привлекательности.

В республике нужно ускорить практику приватизации акционерных обществ с государственной долей. В настоящее время в Центральном депозитарии ценных бумаг ведется учет ценных бумаг 597 акционерных обществ. Общий объем выпуска акций составил 139,91 трлн. сумов, структура владельцев акций в уставном фонде акционерных обществ (на 09.04.2021) имеет следующую долю, государство - 83,8%, органы хозяйственного управления - 3,1%, другие акционеры - 7,4%, акции в процессе размещения - 5,7%. Вместе с этим в республике насчитывается более 900 тысяч акционеров, но только 5 тысяч из них активны. На наш взгляд, в таких условиях необходимо продвигать предложения, которые смогут заинтересовать акционеров для привлечения их на финансовый рынок. Поэтому при приватизации акционерных обществ с государственной долей необходимо использовать выгодные для населения механизмы и предлагать на рынок наиболее привлекательные и стабильные компании.

Защита прав миноритарных акционеров. В этом мы считаем, что исходя из специфики отрасли в акционерных обществах с долей государства выше, чем 50%, в уставах акционерных обществ с учетом их стадий развития необходимо установить в процентном выражении предел направления на дивиденды от чистой прибыли. Благодаря этому повысится возможность эффективной реализации не только планируемых к проведению в акционерных обществах приватизационных практик, но и привлечения населения на финансовый рынок с помощью получения стабильного дохода и защиты прав миноритарных акционеров.

Введение обыкновенных акций, разделённых на категории А и В с точки зрения выплаты дивидендов. При этом мы считаем целесообразным применение опыта Сингапура. Известно, что Законодательство Сингапура является гибким при создании разных категорий акций, не имеется никаких специальных ограничений на выпуск акций с различными правами. По нашему мнению, в результате внедрения в нашей стране данной практики инвесторы смогут избежать владения основной частью средств

учредителями, и одновременно акционерные общества смогут укрепить свои позиции на рынке без потери доходности, при этом сохраняя абсолютный контроль на первоначальных этапах развития.

Введение индекса «Дивидендные аристократы». Как нам известно, на биржах разных стран используются специальные индексы, показывающие состояние дивидендных выплат компаний. В частности, в России - DSI (Dividend Stability Index), в США - индекс S&P 500 «Dividend aristocrats» и другие. На наш взгляд, введение данного типа индекса и в нашей республике послужит повышению интереса к фондовому рынку не только зарубежных инвесторов, но и населения нашей страны.

Соответствие последовательности процесса выплаты дивидендов международному опыту. При проведении дивидендной политики имеется определённый порядок этапов процесса объявления и выплаты дивидендов акционерными обществами, который в отечественной практике осуществляется в следующей последовательности (рисунок 6):

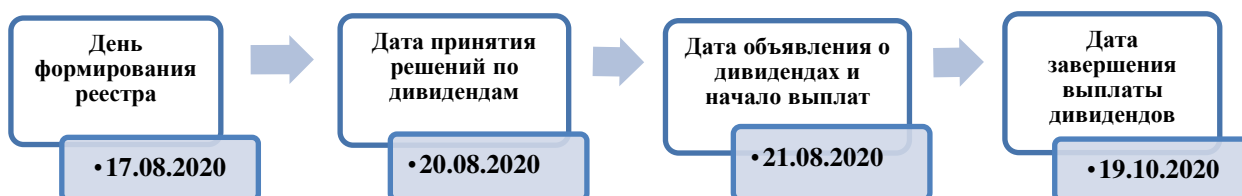


Рис. 6. Этапы процесса выплаты дивидендов на примере АК «Уздонмахсулот»²⁴

При этом реестр составляется на три рабочих дня раньше общего собрания акционеров, а национальным законодательством установлена выплата дивидендов акционерам, включенная в этот реестр. Если мы обратимся к международной практике в этой области, то увидим, что процесс выплаты дивидендов там кардинально отличается (рисунок 7).

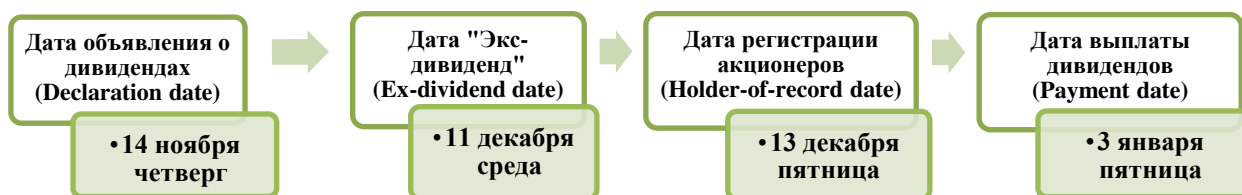


Рис. 7. Этапы процесса выплаты дивидендов в международной практике²⁵

Необходимо согласовать процесс осуществления дивидендных выплат в нашей республике с международным опытом. Мы считаем, что введение лишь даты «Экс-дивиденд» в практику финансового рынка нашей республики повысит возможности проведения прогнозной оценки колебаний курса акций относительно суммы дивидендных выплат, а также создаст

²⁴ Составлено автором на основе 32-существенного факта, объявленного АК «Уздонмахсулот» 21 августа 2020 года. <http://www.openinfo.uz/ru/facts/37532/>

²⁵ Подготовлено автором на основе Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, «Financial Management: Theory & Practice» Fourteenth Edition, South-Western, USA: Cengage Learning, 2017 y. 1204 p. P. 550-551.

условия для обеспечения открытости данных на фондовом рынке и прозрачности рынка.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенных исследований по повышению инвестиционной привлекательности за счет оптимизации дивидендной политики акционерных обществ, были сформулированы следующие основные выводы:

1. Осуществление дивидендной, эмиссионной и инвестиционной политики акционерных обществ во взаимосвязи и в направлении получения максимальной прибыли окажет положительное влияние не только на рынок ценных бумаг, но и на экономику в целом. В частности, оказывает влияние на снижение безработицы в стране, способствует активному участию населения в рынке ценных бумаг, своевременной уплате налогов, развития национального рынка ценных бумаг.

2. В настоящее время единой дивидендной политики, которую можно было бы применить к деятельности всех акционерных обществ, не существует. В результате изучения дивидендной политики акционерных обществ различных стран выявлено, что институциональная среда, в которой ведут свою деятельность компании, оказывает значительное влияние на их выбор в области дивидендов, исходя из этого результаты исследований могут резко отличаться друг от друга. Поэтому учет возможностей институциональной среды в деятельности акционерных обществ будет способствовать формированию эффективной дивидендной политики для компании.

3. По результатам исследования роли дивидендов на государственном уровне и в сфере корпоративных структур, выявлено, что дивиденды на государственном уровне являются средством развития финансового рынка, координации потребительского рынка, повышению грамотности населения, увеличению доходов государственного бюджета, а на корпоративном уровне он может влиять на инвестиционную привлекательность, стоимость акций, процесс формирования финансовых ресурсов, изменению размера капитализации акционерных обществ.

4. При реализации дивидендной политики акционерных обществ, а также при выборе основных из подходов дивидендной политики таких как, - «консервативный», «умеренный» и «агрессивный», учитывая при этом стабильного роста показателя прибыли, а также этапов развития акционерного общества будет способствовать эффективному формированию дивидендной политики акционерных обществ.

5. Строгое соблюдение следующих последовательных этапов реализации инвестиционной стратегии на основе дивидендных выплат будет способствовать эффективной реализации выбора акций инвесторами: сначала определяется размер дивидендов (Dividend per share, DPS), приходящийся на одну акцию (на основе предложенного календаря по дивидендам); затем

нужно выбрать простые или привилегированные акции с дивидендной ставкой по отношению к номиналу выше чем процент по депозитам банка акции; определяется и анализируется доходность по дивиденду (Dividend Yield, DY) и индекс стабильности дивидендов (Dividend Stability Index, DSI); после целесообразно оценить деятельность акционерных обществ с помощью других показателей эффективности (таких как, ROA, ROE) и проверить правильность выбора; на последнем этапе результаты обобщаются и проводится итоговый выбор акций.

6. Проведенное исследование по практике формирования дивидендной политики акционерных обществ на текущий период позволило выявить следующие проблемы: высокую долю государства в структуре владельцев акций в уставном фонде акционерных обществ, малое количество активных акционеров и акций в свободном обращении, низкую информационную прозрачность, несвоевременную выплату дивидендов, нарушение прав миноритарных акционеров.

7. При повышении инвестиционной привлекательности путем оптимизации дивидендной политики акционерных обществ Республики Узбекистан целесообразно использовать следующие предложения и рекомендации:

регулярное увеличение дивидендных выплат путем применения индекса стабильности дивидендов (DSI) и обеспечения информационной прозрачности на этапах выбора акций будет способствовать проведению эффективной дивидендной политики;

установление акционерными обществами минимального размера чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов в процентном выражении, повысит инвестиционную привлекательность акционерных обществ и защитит права миноритарных акционеров;

квартальные дивидендные выплаты акционерных обществ способствует привлечению широкого круга отечественных и иностранных инвесторов;

дивидендную политику можно оптимизировать за счет определения размера дивидендных выплат учитывая его влияние на изменение объема капитализации акционерных обществ, а также за счет прогнозирования изменения рыночной стоимости акций;

разделение обыкновенных акций на категории А и В на основе международного опыта выплаты дивидендов дает возможность защитить права миноритарных акционеров;

внедрение в акционерных обществах специального индекса «Дивидендные аристократы» позволяет повысить инвестиционную привлекательность акционерных обществ страны;

внедрение «Существенного факта» по дивидендам служит для обеспечения информационной прозрачности, а также для повышения возможности широкого привлечения средств отечественных и иностранных инвесторов в деятельность.

**THE SCIENTIFIC COUNCIL № DSc.03/30.12.2019.I.17.01
AWARDING SCIENTIFIC DEGREES AT THE
TASHKENT INSTITUTE OF FINANCE**

TASHKENT INSTITUTE OF FINANCE

SHERKUZIEVA NASIBA ABROROVNA

**INCREASING INVESTMENT ATTRACTIVENESS BY OPTIMIZING THE
DIVIDEND POLICY OF JOINT-STOCK COMPANIES**

08.00.07 – Finance, money circulation and credit

**DISSERTATION ABSTRACT
of the doctor of philosophy (PhD) on economics**

Tashkent city – 2021 year

The theme of the doctoral dissertation (Doctor of Philosophy) was registered at the Supreme Attestation Commission of the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan under number B2019.2.PhD/Iqt991.

The dissertation has been prepared at the Tashkent Institute of Finance.

The abstract of the dissertation is published in three languages (Uzbek, Russian and English (summary)) on the website of the Scientific Council (www.tfi.uz) and on the website «Ziyonet» Information and educational portal (www.ziyonet.uz).

Scientific supervisor: **Tashmuradova Buvsara Egamovna**
Doctor of Economic science, Professor

Official opponents: **Jumaev Nodir Khosiyatovich**
Doctor of Economic science, Professor

Karimov Norboy Ganievich
Doctor of Economic science, Professor

Leading organization: **Branch of Plekhanov Russian University of Economics in Tashkent city**

The defense of the dissertation will take place on 05 «21», 2021 at 16⁰⁰ at the meeting of the Scientific Council DSc.03/30.12.2019.I.17.01 at the Tashkent Institute of Finance. Address: 100000, 60A, Amir Temur Street, Tashkent city; Phone: (99871) 234-53-34, fax: (99871) 234-46-26, e-mail: ilmiykengash@tfi.uz.

The dissertation is available at the Information resource center of the Tashkent Institute of Finance (registered number 185). Address: 100000, 60A, Amir Temur Street, Tashkent city. Phone: (99871) 234-53-34, fax: (99871) 234-46-26, e-mail: admin@tfi.uz

The abstract of the dissertation was distributed on «03» 05 2021
(mailing report № 18 dated «03» 05 2021)



T.Z. Teshabaev
T.Z.Teshabaev
Chairman of the Scientific Council
for awarding scientific degrees,
Doctor of Science in Economics,
Professor

N.N. Kalandarova
N.N.Kalandarova
Scientific Secretary of the Scientific
Council for awarding scientific
degrees, Doctor of Philosophy in
Economics (PhD)

I.N. Kuziev
I.N.Kuziev
Chairman of the Scientific seminar
under the Scientific Council for
awarding scientific degrees, Doctor of
Science in Economics, Professor

INTRODUCTION (abstract of the thesis of the (PhD))

The aim of the research work is to develop proposals and recommendations to increase investment attractiveness by optimizing dividend policy of joint-stock companies.

Research objectives are as following:

studying economic fundamentals and main features of development dividend policy of joint stock companies;

studying the main theories of dividend policy and inter-state differences in dividend selection;

disclosure of the economic and organizational mechanism of corporate dividend policy in ensuring investment attractiveness;

proposing a type of dividend policy corresponding to the stages of development of joint-stock companies of our republic by analyzing the distribution of their profits and the share of dividends in it;

developing proposals by means of analytical assessment of the impact of dividend policy on the market value of the company and the value of shares;

developing recommendations on the implementation of stock selection in the implementation of the investment strategy based on dividend payments;

developing recommendations on possibilities of implementation of dividend policy experience of developed companies of the world in our republic;

researching the ways to improve the stability of the corporate financial management system by optimizing dividend policies;

analyzing problems in the practice of dividend policy in joint stock companies and developing proposals for effective organization of dividend policy.

The research objects are joint-stock companies of the Republic of Uzbekistan and their dividend policy.

The scientific novelty of the research is as follows:

proposed to develop an effective dividend policy based on a regular increase in dividend payments by applying the dividend stability index (DSI) and ensuring information transparency at the stages of stock selection;

protecting minority shareholders' rights and ensuring privatization process and investment attractiveness of joint stock companies by allocating 50 percent of net income to dividends are justified;

proposed to make quarterly dividend payments for attracting domestic and foreign investors widely and increasing the level of capitalization of joint-stock companies;

proposed to optimize the dividend policy based on an increase in the volume of capitalization in joint-stock companies by 10.1 times, followed by increasing the amount of dividend payments by 7.1 times.

Implementation of the research results. Based on the scientific results obtained to increase investment attractiveness through optimization of dividend policy in joint stock companies:

proposal to develop an effective dividend policy based on a regular increase in dividend payments by applying the dividend stability index (DSI) and ensuring

information transparency at the stages of stock selection was implemented in the activities of the Republican Stock Exchange "Tashkent", as well as in the development of the Dividend policy of Uzagrokimyohimoya JSC, Toshkentvino Combinati JSC, Fargonaazot JSC (References No. 01/16-07-303 of the Republican Stock Exchange "Tashkent" of May 11, 2020, No. 01-16/630 of Uzagrokimyohimoya JSC dated October 30, 2020, No. 10 of Toshkentvino Combinati JSC dated October 12, 2020 and No. 43/729 of Fargonaazot JSC dated February 15, 2021). Based on this proposal, in the form of a separate section, a calendar was introduced for dividend payments of joint-stock companies listed on the website of the Republican Stock Exchange, and it allowed attracting a wide range of local and foreign investments into joint-stock companies, to carry out them successfully in practice of privatization and also promoted to provide corporate transparency and transparency of the market on the stock exchange of our country;

the proposal to protect the rights of minority shareholders and increase the investment attractiveness of joint stock companies by establishing 50 percent of net income to dividends was introduced during the development of the Dividend policy of Uzagrokimyohimoya JSC, Toshkentvino Combinati JSC (References No.01-16/630 of Uzagrokimyohimoya JSC dated October 30, 2020 and No.10 of Toshkentvino JSC dated October 12, 2020). As a result, in the Regulation on the dividend policy of joint-stock companies introduced a norm for sending at least 50% of the net income to pay dividends, which led to an increase in investor interest in joint-stock companies, a positive change in the exchange rate of shares, the creation of conditions for attracting additional funds and the effective implementation of privatization practices;

the proposal to implement quarterly dividend payments in order to increase the level of capitalization of joint-stock companies, by widely attracting domestic and foreign investors was used when developing a development strategy to prepare and increase investment attractiveness before privatization of Toshkentvino Combinati JSC, Fargonaazot JSC (References No. 10 of Toshkentvino Combinati JSC dated October 12, 2020 and No. 43/729 of Fargonaazot JSC dated February 15, 2021). As a result of the implementation of this proposal, the possibility of wide attraction of domestic and foreign investments in joint-stock companies, effective implementation of privatization practices has been created;

the proposal to optimize the dividend policy based on an increase in the volume of capitalization in joint-stock companies by 10.1 times, followed by increasing the amount of dividend payments by 7.1 times was implemented during the development of the Dividend Policy of Toshkentvino Combinati JSC (Reference No.10 of Toshkentvino Combinati JSC dated October 12, 2020). As a result of the implementation of this proposal into practice, a further increase in the investment attractiveness of the joint-stock company and a significant increase in the flow of financial resources due to a rational dividend policy. In particular, in 2014-2019, in Toshkentvino Combinati JSC, an increase in the volume of dividend payments on shares (share yield) by 7.1 times led to an increase in the volume of

capitalization of the company from 46763.5 million sum to 475130.9 million sum due to an increase in the market price of shares by 10.1 times. Also, as a result of the econometric analysis of the dividend policy of the joint-stock company, it became possible to predict changes in the market value of shares.

Approbation of scientific results. The results of the research were discussed at 12 republican and 8 international scientific and practical conferences.

Publication of the research results: 29 academic papers have been published on the topic of the dissertation, including 9 articles in scientific journals which are recommended by the Supreme Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan, including 2 scientific articles in foreign journals.

Scope and structure of the dissertation. The dissertation consists of an introduction, three chapters, conclusion, a list of references and appendixes. The volume of the dissertation is 132 pages.

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I бўлим (I часть; Part I)

1. Sherkuziyeva N.A. Analysis of Dividend Policy Practices in Developed Corporations of the World. // Journal of Advanced Research in Dynamical & Control Systems, P.823-829. Vol. 12, 05-Special Issue, 2020. (DOI: 10.5373/JARDCS/V12SP5/20201821, ISSN 1943-023X. (№3; Scopus)

2. Sherkuziyeva N.A. The ways of optimization of companies' dividend policy. // International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol. VII, Issue 6, 2019 June. (№23; SJIF-6,1).

3. Шеркузиева Н.А. Акциядорлик жамиятлари молиявий бошқарув тизимида дивиденд сиёсатининг ўрни. // “Халқаро молия ва ҳисоб” илмий электрон журнали. № 3, июнь, 2019 йил. (08.00.00; №19)

4. Шеркузиева Н.А. Ривожланган корпорацияларда дивиденд сиёсатини ташкил этишнинг ўзига хос хусусиятлари. // “Иқтисодиёт ва молия” илмий-амалий журнали.12-19 бетлар, №1, 2020. (08.00.00; №18)

5. Шеркузиева Н.А. Дивиденд сиёсати йўналишлари ва унинг акциядорлик жамиятлари ривожланишидаги роли. // “Молия” илмий журнали. №4, 18-28 бетлар, 2019 йил. (08.00.00; №12)

6. Шеркузиева Н.А. Форвард ва фьючерс шартномаларининг моҳияти, уларда базис активлар нарҳини аниқлаш усуллари. // “Молия” илмий журнали. №3, 32-40 бетлар, 2018 йил. (08.00.00; №12)

7. Sherkuziyeva N.A. The role of dividend policy in increasing the investment attractiveness of joint stock companies in Uzbekistan. // “Проблемы повышения инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов Узбекистана и Российской Федерации. Роль цифровизации в развитии финансовой системы государства” международная межвузовская научно-практическая конференция, 268-269 стр., Ташкент: ТФИ, 2019.

8. Sherkuziyeva N.A. Main types of dividend policy and approaches to its formation in joint-stock companies. // CUTTING EDGE-SCIENCE, International scientific and practical conference. P.36-39. DOI: http://doi.org/10.37057/U_1/ June 29-30, 2020 Shawnee, USA.

9. Шеркузиева Н.А. Турли давлатлар молия бозорларида дивидендлар билан боғлиқ муносабатлар. // “Иқтисодиётни стратегик ривожлантириш шароитида инновацион тадбиркорлик соҳасидаги долзарб масалалар” мавзусидаги республика илмий-амалий конференция, 312-313 бетлар, Тошкент, 2019 йил 22 апрель.

10. Шеркузиева Н.А. Молия бозорини ривожланишида акциядорлик жамиятлари дивиденд сиёсатининг ўрни. // “Ўзбекистоннинг халқаро молия тизимида интеграциялашувини кучайтириш йўллари” мавзусидаги

республика илмий-амалий конференция, 249-251 бетлар, Тошкент, 2020 йил 14 ноябрь.

II бўлим (II часть; Part II)

11. Шеркузиева Н.А. ва бошқалар. Корпоратив молияни бошқаришнинг долзарб масалалари. // Монография. – Т.: «Иқтисод-Молия», 2017. – 224 б.

12. Шеркузиева Н.А.Қурбонов Ж. Акциялар қиймати ва даромадлилигини баҳолаш. // Электрон ҳисоблаш машиналари учун Дастур, 11.10.2019. Патент №DGU-07010.

13. Шеркузиева Н.А., Омонов С. The current state of dividend policy in joint-stock companies in Uzbekistan and its development ways. // “Халқаро молия ва ҳисоб” илмий электрон журнали. № 5, октябрь, 2020 йил, ISSN: 2181-1016. (08.00.00; №19)

14. Шеркузиева Н.А., Элмирзаев С.Э. Молия бозори моделлари ва уларда дивидендлар билан боғлиқ муносабатлар. // “Молия” илмий журнали. №2, 5-15 бетлар, 2019 йил. (08.00.00; №12)

15. Шеркузиева Н.А. Ахмедов Р.К. Фойдани тақсимлаш механизми ва дивиденд сиёсати. // “Халқаро молия ва ҳисоб” илмий электрон журнали. № 6, декабрь, 2019 йил. (08.00.00; №19)

16. Шеркузиева Н.А. Влияние налогов на дивидендную политику компаний. // “Ўзбекистонда ҳаракатлар стратегиясини самарали амалга оширишда солиқ сиёсатини такомиллаштиришнинг устувор йўналишлари” республика миқёсидаги илмий-амалий конференция, 249-251 бетлар, Тошкент 2019 йил 20 апрель.

17. Sherkuziyeva N.A. Managing profits as a source of dividend payments. // EUROPE, SCIENCE AND WE, International Conference. P.68-71. ISBN 978-80-907845-0-5. DOI: http://doi.org/10.37057/CH_1/ June 29-30, 2020 Praha, Czech Republic.

18. Sherkuziyeva N.A. The importance of dividend policy in increasing the investment attractiveness of joint-stock companies. // SCIENCE, RESEARCH, DEVELOPMENT #17, 364-368 бетлар, Warszawa, 2019

19. Sherkuziyeva N.A. Dividend policy and its role in the development of joint stock companies. // XV International scientific and practical Conference Scientific horizons - 2019, 36-38 бетлар, Volume 12, 2019.

20. Шеркузиева Н.А. Дивидендная политика как метод управления капиталом банка. // “Ўзбекистон Республикаси банк тизими молиявий барқарорлигини мустаҳкамлаш, валюта сиёсатини янада либераллаштириш ҳамда электрон хизматларини ривожлантиришнинг долзарб масалалари” мавзусидаги вазирлик миқёсида ўтказиладиган илмий-амалий конференция, 191-193 бетлар, Тошкент, 2019 йил.

21. Шеркузиева Н.А. Влияние дивидендной политики акционерного общества на ее инвестиционную привлекательность. // “Корпоратив бошқарувнинг замонавий стандартларини жорий этишда акциядорларнинг

ролини кучайтириш йуллари” халқаро илмий-амалий конференция, 633-635 бетлар, Тошкент, 2018 йил 14 декабрь.

22. Шеркузиева Н.А. Проблемы и перспективы развития инвестиционной деятельности банков Узбекистана. // “Корпоратив бошқарувнинг замонавий стандартларини жорий этишда акциядорларнинг ролини кучайтириш йуллари” халқаро илмий-амалий конференция, 619-620 бетлар, Тошкент, 2018 йил 14 декабрь.

23. Шеркузиева Н.А. Корпоратив молиявий бошқарувни такомиллаштиришда дивиденд сиёсати ва бунда ахборотларнинг аҳамияти. // “Рақамли иқтисодиётга ўтиш даврида бухгалтерия ҳисоби ва аудитни халқаро стандартларга мувофиқлаштириш масалалари” мавзусидаги халқаро илмий-амалий конференция, 638-641 бетлар, Тошкент, 2020 йил 24 октябрь.

24. Шеркузиева Н.А. Шеркузиев М., Информационное обеспечение управления прибылью и рентабельностью в современных условиях хозяйствования. // “Тежамкорликнинг концептуал асослари ва унинг ижтимоий-иқтисодий шарт-шароитлари” мавзусидаги илмий-амалий конференция, 73-74 бетлар, Тошкент, 2016 йил 22 ноябрь.

25. Шеркузиева Н.А. Необходимость формирования корпоративного управления и финансовой стратегии акционерных обществ. // “Тежамкорликнинг концептуал асослари ва унинг ижтимоий-иқтисодий шарт-шароитлари” мавзусидаги илмий-амалий конференция, 82-84 бетлар, Тошкент, 2016 йил 22 ноябрь.

26. Шеркузиева Н.А. Шеркузиев М., Акциядорлик компанияси бошқарув тизимининг ривожланиш стратегияси ва уни прогностлаш. // “Корпоратив бошқарув принциплари, миллий қонунчилик ва корпоратив муносабатлар амалиёти” мавзусидаги илмий-амалий анжумани, 29-31 бетлар, Тошкент, 2016 йил 27 декабрь.

27. Шеркузиева Н.А. Необходимость оценки эффективности инвестиционных проектов. // “Миллий иқтисодиётни ривожлантириш ва барқарорлигини таъминлашнинг асосий йўналишлари”га бағишланган анъанавий илмий конференция, 203-205 бетлар, Тошкент, 2018 йил.

28. Шеркузиева Н.А. Каримов Д., Пути улучшения финансового состояния предприятия. // “Ўзбекистон Республикасида кенг қўламли ислохотлар ва модернизация йўлини қатъият билан давом эттиришда молия тизимини такомиллаштиришнинг асосий йўналишлари” мавзусидаги илмий-амалий конференция, 100-101 бетлар, Тошкент, 2013 йил 23 май.

29. Шеркузиева Н.А. Корпоратив тузилмалар инвестицион стратегиясини ишлаб чиқишнинг ўзига хос хусусиятлари. // “Миллий иқтисодиётни ривожлантириш ва барқарорлигини таъминлашнинг асосий йўналишлари”га бағишланган анъанавий илмий конференция, 205-206 бетлар, Тошкент, 2018 йил.

30. Шеркузиева Н.А. Банкларнинг қимматли қоғозлар бозорида тутган ўрни. // “Ўзбекистонда банк фаолиятини инновацион ривожлантириш ва банк операцияларида янги технологияларини қўллаш: муаммо ва ечимлар”

мавзусидаги республика миқёсидаги илмий-амалий конференция, 129-130 бетлар, Тошкент, 2019 йил 26 апрель.

31. Шеркузиева Н.А. Полвонов Б., Корхоналарда молиявий барқарорликни таъминлаш йўллари. // “Ўзбекистон Республикаси минтақаларини ижтимоий-иқтисодий ривожлантиришда молиявий сиёсатнинг ўрни” Турдош Олий ўқув юртлараро илмий-амалий конференция, 345-346 бетлар, Тошкент, 2013 йил.

Автореферат “Молия” журналида таҳрирдан ўтказилди
(01.05.2021)

Босишга рухсат этилди: 03.05.2021 йил.
Бичими 60x84. «Times New Roman»
Гарнитурда рақамли босма усулида босилди.
Шартли босма табоғи 3,6. Адади: 100. Буюртма № 8

“DAVR MATBUOT SAVDO” MЧЖ
босмахонасида чоп этилди
100196, Тошкент, Қўйлик, 4-мавзе, 46.