

МУНДАРИЖА

Кириш

I. боб. Инвестиция ва дивиденд сиёсатларининг ўзаро боғлиқлигини назарий ва иқтисодий асослари

1.1. Эмитентларнинг дивиденд сиёсати тушунчаси, иқтисодиётдаги роли ва шакллантиришдаги ёндашувлар.....00

1.2. Тижорат банкларнинг инвестицион сиёсати ва уларни белгиловчи омиллар.....00

1.3. Дивиденд сиёсатини шакллантиришнинг жаҳон назариялари.....00

II. боб. Ўзбекистонда инвестиция ва дивиденд сиёсатларининг ўзаро боғлиқлиги таҳлили

2.1. Тижорат банклари инвестиция портфелини шакллантириш жараёни таҳлили.....00

2.2. Банклари инвестиция ва дивиденд сиёсатларининг ўзаро боғлиқлиги таҳлили.....00

III. боб. Ўзбекистонда инвестиция ва дивиденд сиёсатларининг самарадорлигини ошириш йўллари

Хулоса ва таклифлар.....00

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати.....00

Кириш

Иқтисодийetni модернизацiялаш шарoитида фонд бoзoрини ривoжлантиришга катта эътибор қаратилган бўлиб, бoзoр фаoлият кўрсатиши учун тегишли меъёрий ҳуқуқий асос ва иқтисодий шарт-шарoитлар яратилмокда.

“Ўтган йил якунларини сарҳисoб қилар эканмиз, аввалaмбор шуни таъкидлашимиз керакки, глобал жаҳон иқтисoдиётида ҳали-бери сақланиб қолаётган жиддий муaммoларга қарaмaсдан, 2012 йилда Ўзбекистон ўз иқтисoдиётини барқарор суръатлар билан ривoжлантиришни давом эттирди, аҳоли турмуш даражасини изчил юксалтиришни таъминлади, дунё бoзoридаги ўз позициясини мустаҳкамлади”¹.

Хусусан, қимматли қоғoзлар бoзoри иштирокчилари томонидан фонд биржалари ва нoбиржавий бoзoрларда қимматли қоғoзлар билан олди-сотди шартномаларнинг тузилиши, бирламчи бoзoр қатнашчиларининг активлиги, шу жумладан, эмитентлар томонидан инвестиция ресурсларини қимматли қоғoзлар бoзoри орқали профессионал тарзда самарали ишлатилиши салмоғи ривoжланаётган мамлакатларнинг иқтисoдий ўсиш суръатида oшиб бoраётганлиги кузатишимиз мумкин. Қимматли қоғoзлар бoзoрини ривoжлантиришда акциядорлик жамиятларининг юритаётган инвестиция ва дивиденд сиёсатлари муҳим аҳамият касб этади. “Дивиденд сиёсати” ибораси акциядорлик жамиятларида фойдани тақсимлашга тегишли. Аммо фойдани тақсимлаш тамойиллари нафақат акциядорлик жамиятларга, балки бошқа шаклдаги корпорацияларга нисбатан ҳам қўлланилиши мумкин, бунда фақат атама ўзгаради- “акция” ва “дивиденд” иборалари ўрнига “пай”, “улуш” ва “улушга дарoмад” иборалари ишлатилади. Акциядорлик жамиятларда фойдани тақсимлаш бирмунча мураккаб тузилмага эга бўлганлиги сабабли, эмитент юритаётган дивиденд сиёсати унинг эмиссия ва инвестиция

¹ “Бош мақсадимиз – кенг қўламли ислоҳотлар ва модернизацiя йўлини катъият билан давом эттириш” Ўзбекистон Республикаси Президенти Ислoм Каримовнинг 2012 йилда мамлакатимизни ижтимоий-иқтисoдий ривoжлантириш якунлари ҳамда 2013 йилга мўлжалланган иқтисoдий дастурнинг энг муҳим устувор йўналишларига бағишланган Вазирлар Маҳкамасининг мажлисидаги маърузаси/ Т.:Ўзбекистон, 18.01. 2013 й.

сиёсатлари билан чамбарчас ўзаро боғлиқликлари бу механизмни барча томонлардан ўрганиб чиқиш, таҳлил қилиш долзарб ҳисобланади.

Малакавий ишда эмитентларнинг инвестиция ва дивиденд сиёсатларини иқтисодиётни модернизациялаш шароитидаги ўзига хослиги, фонд бозоридаги акциядорлик жамиятларнинг ўрни ва роли орқали очиб берилган. Чунки барча бозор муносабатларига асосланган миллий иқтисодиётлардаги сингари, республикамизда ҳам акциядорлик жамиятлар, хусусан тижорат банклар қимматли қоғозлар бозорининг энг фаол иштирокчиси ҳисобланади.

Акциядорлик жамиятларнинг молия бозоридаги фаолиятини ўрганиш, мамлакатнинг асосий молиявий оқимларини шакллантириш хусусиятларини белгилашда, уларнинг амалга оширадиган операциялар кўламини оширишга таъсир этувчи омилларни аниқлашда, молия сектори ва иқтисодиётни соғломлаштиришга қаратилган банкларнинг қимматли қоғозлар билан амалга оширадиган операцияларини ривожлантириш истиқболларини белгилашда алоҳида аҳамият касб этади. Шунингдек, бажарилган малакавий иши эмитентларнинг дивиденд сиёсати механизмини такомиллаштириш учун ҳам долзарб бўлиб, қимматли қоғозларга самарали инвестиция қилиш орқали, инвестиция хатарларини камайтириш, молиявий инструментлар ликвидлигини ошириш ва улар бўйича битимларини ривожлантиришнинг стратегик йўналишларини белгилаш имконини беради.

Малакавий ишнинг асосий мақсади. Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида акциядорлик жамиятлари юритадиган инвестиция ва дивиденд сиёсатларини амалга ошириш бирламчи бозор ҳолатига, шунингдек иккиламчи бозорнинг ликвидлилик даражасига таъсирини аниқлаш ҳамда мамлакатимиз фонд бозорида “инвестицион муҳитни” оптималлаштиришни таъминловчи чора тадбирларни ишлаб чиқишдан иборат.

Малакавий ишда юқорида қўйилган мақсадга эриши учун қуйидаги **вазифалар** белгиланган:

- эмитентларнинг дивиденд сиёсати тушунчаси, иктисодиётдаги роли ва шакллантиришдаги ёндашувларини ўрганиш;
- тижорат банкларнинг инвестицион сиёсати ва уларни белгиловчи омилларни кўриб чиқиш;
- дивиденд сиёсатини шакллантиришнинг жаҳон назарияларини ўрганиб чиқиш;
- тижорат банклари инвестиция портфелини шакллантириш жараёнини таҳлил қилиш;
- банклари инвестиция ва дивиденд сиёсатларининг ўзаро боғлиқлиги таҳлилини амалга ошириш;
- Ўзбекистонда инвестиция ва дивиденд сиёсатларининг самарадорлигини ошириш йўллари белгилаб бериш.

Малакавий ишнинг предмети инвестиция ва дивиденд сиёсатининг ўзаро боғлиқлигини ўрганиш ва таҳлил қилишда содир бўладиган молиявий муносабатлар йиғиндисидан иборат.

Малакавий ишнинг объекти. Республикамизда турли мулкчилик шакллари асосида фаолият юритаётган акциядорлик жамиятларининг дивиденд сиёсатини бирламчи бозор ҳолатига, жамиятларнинг инвестиция фаолияти билан ўзаро боғлиқлиги ҳисобланади.

Малакавий ишнинг илмий ва амалий аҳамияти. Малакавий ишда илгари сурилган илмий-назарий ғоялар, таклиф ва тавсиялар иктисодиётни модернизациялаш шароитида миллий қимматли қоғозлар ва молия бозорини ривожлантиришда, акциядорлик жамиятларимиз дивиденд ва инвестиция сиёсатларини ишлаб чиқиш ва эмитентларнинг инвестиция портфели даромадлигини оширишдаги тартибга солувчи меъёрий ҳужжатлар ишлаб чиқишда фойдаланиш мумкин.

Ишнинг тузилиш ва ҳажми. Ушбу битирув малакавий иши кириш, учта боб, хулоса ва таклифлар ҳамда фойдаланилган адабиётлар рўйхатидан иборат бўлиб узвий кетма-кетликда ифодаланган.

I. боб. Инвестиция ва дивиденд сиёсатларининг ўзаро боғлиқлигини назарий ва иқтисодий асослари

1.1. Эмитентларнинг дивиденд сиёсати тушунчаси, иқтисодиётдаги роли ва шакллантиришдаги ёндашувлар.

Дивиденд сиёсатини ишлаб чиқишдан асосий мақсад фойданинг мулкдорлар томонидан жорий истеъмол қилиниши ҳамда корхонанинг келгусидаги ўсиши ўртасида зарур мутаносибликни ўрнатиш бўлиб, корхонанинг бундай ўсиши унинг бозор қийматини максималлаштиради ва стратегик ривожланишини таъминлайди.

Дивиденд сиёсати – бу корпорация умумий стратегиясининг таркибий қисми бўлиб, у корпорация иштирокчилари даромадларининг максималлаштиришга эришишга қаратилгандир. Дивиденд сиёсати корпоратив бошқарувнинг молиявий механизми сифатидаги асосий функцияси корхона бозор қийматини максималлаштириш мақсадида фойданинг истеъмол қилинувчи ва капиталлаштирилувчи қисмлари ўртасидаги нисбатни мақбуллаштиришдан иборат.

Назарий жиҳатдан дивиденд сиёсатининг танланиши иккита асосий масалани ҳал қилишни кўзда тутди:

1) дивидендлар миқдори акциядорлар жами бойлигининг ўзгаришига таъсир қиладими?

2) таъсир қиладиган бўлса, унинг оптимал миқдори қандай бўлиши керак?

Биринчи саволга жавобнинг ижобий бўлиши шубҳа тўғдирмайди - дивиденд сиёсати, компания капитали тузилмасини бошқариш каби, унинг эгалари фаровонлигининг ўзгаришига сезиларли таъсир кўрсатади. Бу ҳақиқатни яна бир бор тасдиқдаш учун акцияларни баҳолаш моделларидан бирини - Гордон моделини² келтирамиз:

² Gordon MJ. 1959. Dividends, earnings and stock prices, Review of Economics and Statistics. Vol. 41, May, pp. 99-105.

$$V_t = D_t / R - G$$

бу ерда V_t - акциянинг назарий қиймати;

D_t - кутилаётган навбатдаги давр дивиденди;

R - мақбул даромадлилик (дисконтланиш коэффиценти);

G - дивидендлар усишининг кутилаётган суръатлари.

Кўриниб турганидек, кутилаётган дивиденд қанчалик катта ва унинг усиш суръатлари қанчалик юқори бўлса, акциянинг назарий қиймати ҳам шунчалик юқори бўлади. Акция қийматининг усиши эса акциядорлар фаровонлигининг ортишини билдиради. Шундай қилиб, вақт утган сайин дивиденд миқдорини ошириб боришнинг мақсадга мувофиқлиги тугрисидаги хулосага келиш мумкин. Аммо бошқача тарзда фикр юритиб кўрайлик.

Биринчидан, анъанавий маънода дивидендлар тўлаш компания айнан шу пайтда уз ихтиёрида йирик миқдорда нақд пул маблағларига эгаллигини назарда тутди. Албатта, бу доим ҳам тугри эмас, чунки компания нақд пул маблағларига катта эҳтиёж сезадиган вазиятлар купроқ учрайди, декин бу унинг молиявий ахволи танглиги билан доим ҳам боглиқ булавермайди.

Иккинчидан, дивидендлар тўлаш фойдани қайта молиялаштириш имкониятини камайтиради, бу эса узоқ келажакда компания фойдасига, яъни унинг эгалари фаровонлигига салбий таъсир курсатиши мумкин. Бундай фикр юритиб мутлақо тескари хулосага келамиз - катта дивидендлардан манфаатдорлик паст.

Шундай қилиб, дивиденд сиёсати модиялаштиришнинг ташқи манбалари миқдорини белгилайди ва айна пайтда дивидендлар тўлаш учун қайта молиялаштиришдан ажратиладиган маблағлар улушини ҳисоблаб чиқаради. Бошқа тенг шароитларда фойданинг қанчалик катта қисми дивидендлар тўлашга сарфланса, шунчалик кам маблағ компанияни қайта молиялаштиришга қолади, унинг усиш суръатлари ҳам шунчалик паст булиб, акциялар курси қийматининг усиши ҳам шунчалик кам ва муаммоли бўлади.

Инвесторлар одатда қайси компаниянинг дивиденд сиёсати уларнинг инвестициялаш мақсадларига купрок, мос келса, шу компанияни танлайдилар. Шунинг учун акциядорлар дивидендлар миқдори камлигидан эмас, балки дивиденд сиёсатининг узгартирилишидан купрок норози булишлари мумкин. Шундай қилиб, дивиденд сиёсатининг барқарорлиги инвесторларнинг компанияга нисбатан муносабатига таъсир қиладиган муҳим омиллардан биридир.

Дивиденд сиёсатини ишлаб чиқишнинг ягона алгоритми йук, - у куплаб омиллар билан белгиланадики, уларнинг баъзиларини, масалан, психологик омилларни бирор тарзда тизимлаштириш анча мураккабдир. Шунинг учун ҳар бир компания авваламбор узига хос булган хусусиятлардан келиб чиқиб уз субъектив сиёсатини белгилаб олиши керак. Шу билан бирга, компания учун мақбул булган дивиденд сиёсатини танлаш жараёнида ҳал қилинадиган иккита асосий вазифани ажратиш мумкин. Ушбу вазифалар узаро бир-бирига боғлиқ булиб, қуйидагиларни таъминлайди:

- а) акциядорлар жами даромадларини максималлаштиришни;
- б) компания фаолиятини етарлича молиялаштиришни.

Дивиденд сиёсатининг барча асосий элементларини: дивидендлар миқбалари, уларни тўлаш тартиби, дивиденд тўловлари турлари ва бошкаларни қуриб чиқишда шу масалаларга асосий ургу берилади.

Мақбул дивиденд сиёсати буйича олиб борилган куплаб назарий тадқиқотларнинг бозор иқтисодиёти ривожланган мамлакатларда амалий қулланилиши натижаларидан келиб чиқиб дивиденд сиёсатини шакллантиришга уч хил ёндашувни ажратиш мумкин - «консерватив», «уртамиёна» («муросали») ва «тажовузкор». Уларнинг ҳар бирига дивиденд сиёсатининг муайян тури мос келади (1 жадвал).

1 жадвал. Акциядордик жамияти дивиденд сиёсатининг асосий турлари³.

Дивиденд сиёсатини шакллантиришга ёндашувлар	Қўлланиладиган дивиденд сиёсати турлари вариантлари
I.Консерватив ёндашув	1.Дивиденд тўловларининг колдиқ сиёсати. 2.Дивиденд тўловларининг барқарор миқдори сиёсати.
II.Ўртамиёна (муросали) ёндашув	3. Дивидендларнинг алоҳида даврлар буйича қўшилган энг кам барқарор миқдори сиёсати.
III. Тажовузор ёндашув	4.Дивидендларнинг барқарор даражаси сиёсати. 5.Дивидендлар миқдорини доимий ошириш сиёсати.

XX асрнинг 50-чи йиллари ўрталарида Жон Линтнер томонидан корпорациялар менежерлари уртасида утказилган дивиденд сиёсати буйича суровномалар шуни курсатдики, компания томонидан дивидендлар миқдорини белгилаш туртга «типик фактлар» билан чегараланади.

1. Фирмалар дивиденд тўловларининг узок муддатга белгиланган норматив коэффициентига риоя қиладилар. Барқарор даромадга эга булган етук компаниялар одатда дивидендлар учун фойданинг катта улушини ажратади, усиб бораётган компанияларда эса дивиденд тўловлари миқдори камроқ, (агар улар умуман дивиденд туласа);

2. Менежерлар дивидендларнинг мутлақ, даражасидан кўра уларнинг ўзгаришига купроқ эътибор берадилар. Чунончи, 2,0 доллар миқдорида дивиденд тўлаш яхши молиявий карор бўлиши мумкинки, агар олдинги йилда туланган дивиденд миқдори 1,0 долларга тенг булган бўлса; гарчи олдинги йил дивидендлари хам 2,0 доллар булган бўлса, бундай карорнинг аҳамияти катта эмас;

3. Дивидендлар миқдорининг ўзгариши фойданинг узок муддатли ва барқарор ўзгариши окибати хисобланади. Менежерлар дивиденд

³ www.mirkin.ru сайти маълумотлари.

тўловларини «силликлаб юборадилар». Фойданинг вақтинчалик узгаришлари, одатда, дивидендларга таъсир курсатмайди.

4. Агар дивидендларнинг олдинги даражасига қайтиш имконияти мавжуд бўлса, менежерлар уларни узгартиришга шошилмайдилар. Улар дивидендларнинг ошиши ҳақида эълон қилинган қарорнинг бекор қилинишидан қупрок хавотирланадилар.

Линтнер ишдаб чиққан оддий модель дивидендлар миқдорининг аҳамиятини яққол тушунтириб беради. Айтайлик, компания доим дивиденд тўловлари буйича белгиланган коэффициентга риоя қилади. У ҳолда келгуси йилдаги дивидендлар (DIV_1) бир акцияга туғри келадиган доимий фойда улушига (EPS_1) тенг бўлиши керак:

$$DIV_1 = \text{режалаштирилган дивидендлар} = \text{норматив коэффициент} \times EPS_1$$

Дивидендларнинг ўзгариши:

$$DIV_1 - DIV_0 = \text{режадаги ўзгариш} = \text{норматив коэффициент} \times EPS_1 - DIV_0$$

Шундай қилиб, дивиденд тўловларининг норматив коэффициентларига доим риоя келадиган компания ҳар гал фойда узгарганда дивидендлар миқдорини ҳам узгартиришга мажбур. Аммо, Линтнернинг кузатишларига кўра, менежерлар буни истамай бажарадилар. Уларнинг фикрича, акциядорлар дивидендларнинг барқарор ўсишини афзал кўради. Шунинг учун, компания дивидендларини анча ошириш имкони булган тақдирда ҳам, менежерлар тўловларнинг норматив даражасига фақат қисмангина яқинлашадилар. Шундай қилиб, дивидендларнинг ўзгариши қуйидаги моделга бўйсунishi мумкин:

$$DIV_1 - DIV_0 = \text{тузатувчи коэффициент} \times \text{режадаги ўзгариш} = \\ \text{тузатувчи коэфф.} \times (\text{норматив коэфф.} \times EPS_1 - DIV_0)$$

Компания қанчалик консерватив бўлса, у норматив даражага шунчалик секин яқинлашади ва тегишлича, тузатувчи коэффициент шунчалик паст бўлади.

Линтнернинг оддий моделига кўра, дивидендлар миқдори қисман фирманинг жорий фойдасига ва қисман олдинги йилдаги дивидендлар

микдорига, олдинги йил дивидендлари эса, уз навбатида, уша йилдаги ва ундан олдинги йилдаги дивидендлар микдорига боглик ва х-к. Демак, Линтнер хак бўлса, биз дивидендларни жорий ва олдинги фойданинг уртача олинган микдори деб таърифлашимиз мумкин. Дивиденд тўловлари коэффициентининг усиши имконияти жорий фойда ўсганда энг юқори бўлади, аммо фойда фақат олдинги йилда ўсган бўлса - бирмунча камрок бўлади ва хоказо. Дивиденд сиёсатини шаклдантиришнинг энг муҳим босқичи дивидендларни тўлаш шаклини танлашдир. Бундай шаклларнинг асосийлари эса куйидагилар:

1. Дивидендларни нақд пул билан тўлаш. Бу дивиденд тўловларини амалга оширишнинг энг содда ва энг куп таркалган шакли;

2. Дивидендларни акциялар билан тўлаш. Ушбу шакл акциядорларга дивиденд тўловлари суммасига тенг тарзда янги эмитентланган акцияларни беришни кузда тутати. Капиталнинг келгусида янада ошишидан манфаатдор акциядорлар бу усулни қабул қиладилар. Жорий даромадни афзал кўрадиган акциядорлар эса кушимча акцияларини бозорда сотиб юборишлари мумкин;

3. Автоматик тарзда қайта инвестициялаш. Тўловнинг бундай шакли акциядорларга якка тартибда танлаш ҳуқуқини беради - дивидендларни нақд пул билан олиш ёки уларни қўшимча акцияларга қайта инвестициялаш;

4. Акцияларнинг компания томонидан сотиб олиниши. Дивидендларни қайта инвестициялаш шаклларида бири сифатида қаралади, унга кўра компания фонд бозорида дивиденд фонди суммасига эркин муомаладаги акцияларнинг бир кисмини сотиб олади. Бу фойда микдорини битта қолган акцияга ошириш ва келгуси даврда дивиденд тўловлари коэффициентини ҳам ошириш имконини беради. Дивиденд тўлашнинг бундай шакли акциядорларнинг розилигини олишни талаб қилади.

Кўриб чиқилган тамойиллар ҳисобга олинганда акциядорлик жамиятларининг дивиденд сиёсати унинг асосий босқичларига мос ҳолда шаклланади ва дивиденд сиёсатининг асосий турлари механизмларидан фойдаланилади.

1.2. Тижорат банкларнинг инвестицион сиёсати ва уларни белгиловчи омиллар

Тижорат институтларининг мақсад ва вазифаларидан келиб чиққан ҳолда, иқтисодий манфаати асосида банк оператцияларини ишончлилик ва ликвидлилигини таъминлаган ҳолда барқарор даромадни шакллантириш ётади.

Банклар фақатгина ўз капиталларини инвестиция лойиҳаларига йўналтириб қолмасдан, балки миждозлардан жалб қилинган ва қарз маблағларини ҳам бу лойиҳаларга йўшналтиради, фақатгина бу лойиҳаларни реал таъминоти мавжуд бўлган холларда.

Шулардан келиб чиққан ҳолда тижорат банклари ўзининг инвестиция сиёсатини шакллантиришда рискларни реал баҳолаш, иқтисодий самарадорлик, лойиҳаларнинг молиявий жалбдорлиги ва қўйилмаларнинг (қиска,ўрта,узок) муддатлари бўйича оптималлаштиришни ҳисобга олиш керак. Бу эса фақатгина банкнинг ички инвестициялаш тизимини ташкил этиб қолмайди, балки бу макро даражада иқтисодиётнинг ҳолатига ҳам боғлиқ бўлади. Банклар инвестиция портфелини шакллантириш ва бошқариш борасида амалга ошириладиган чора тадбирларни чуқур таҳлил қилиш ва ҳуқуқий жиҳатдан мустахкамлаб олишлари зарур бўлади.

Банкларнинг инвестиция сиёсати тушунчаси ва унинг элементлари.

Тижорат банкларининг инвестиция сиёсати инвестицион фаолиятда мақсадли йўналишлар тизимини шакллантириш ва бу йўналишларда даромадларни максималлаштириш борасида самарали йўналишларини танлаб олишни назарда тутди.

Ташкилий жиҳатдан банклар инвестиция фаолиятини шакллантириш, бошқариш ва таҳлил қилиш борасида комплекс чора тадбирларни ишлаб чиқарувчи бўлиб ҳисобланади. Ушбу фаолият бевосита инвестиция активларини структураси ва оптимал ҳажмларини таъминлашга, даромадларни белгиланган риск даражаси ҳисобига олган ҳолда ўсишига боғлиқ бўлади. Инвестицион сиёсатнинг энг муҳим ва бир бири билан боғлиқ

элементлари бўлиб стратегик ва тактик бошқарув жараёни бўлиб ҳисобланади.

Инвестицион стратегия деганда инвестицион фаолиятни узоқ муддатли мақсадларини белгилаш ва уларга эришиш борасида йўналишларни танлаб олиш тушунилади. Стратегиянинг босқичлари сифатида эса инвестиция активларини тактик бошқаруви намоён бўлади. Тактик бошқарув қисқа муддатларга ва маълум активларни ҳаракати бўйича белгиланадиган мақсад ва вазифаларини ўз ичига олади. Инвестиция стратегиясини ишлаб чиқиш инвестиция фаолиятини амалга оширишда бошланғич пункти бўлиб ҳисобланади.

Инвестицион тактикани шакллантириш эса инвестицион стратегияси доирасида белгиланган мақсадларга маълум бир тактик давр ичида эришиш ҳисобланади. Тактик бошқарув инвестицион қўйилмаларнинг конкрет таркиби ва ҳажмларини белгилаш, уларни амалга ошириш ва зарур ҳолларда бу инвестицион лойиҳалар бўйича бошқарув қарорларини қабул қилиш моделларини тузиш ва зарарларни минимизациялашган ҳолда чиқиб кетиш механизмларини ишлаб чиқишни назарда тутди.

Инвестицион сиёсатни ишлаб чиқиш етарли даражада мураккаб жараён бўлиб, у қуйидагиларга бевосита боғлиқ бўлади. Авваламбор инвестиция фаолиятини узоқ муддат амалга оширишда, улар чуқур (истикболли) тахминлар асосида амалга оширилиши, ташқи муҳит шароитларини прогнозлаштириш (макроиқтисодий ва инвестицион муҳит ҳолати, фонд бозорининг ва алоҳида сегментлар конъюктураси, солиқ ва бюджет сиёсатининг ўзига хос хусусиятлари ва тижорат банкларини давлат томонидан бошқарилиш ҳолати) ва ички муҳит (банк рккурс базасининг таркиби ва ҳажми, уларнинг ҳаёт цикли босқичлари, ривожланишнинг мақсад ва вазифалари активларининг ликвидлилиги ва риск омилини ҳисобга олган ҳолдаги даромадлилиги ва бошқалар) ҳолатини ўрганиб чиқиш муҳим вазифа бўлиб ҳисобланади.

Бундан ташқари инвестицион фаолиятни амалга ошириш бевосита инвестиция қарорларини алтернатив вариантларини баҳолаш, тадқиқодларни кенг миқёсли муаммоларини таҳлил қилиш билан боғлиқ бўлади. Даромадлилик нуқтаи назаридан оптимал вариантларини танлаш, ликвидлилиқ ва риск моделларини белгилаш инвестицион истикболларини белгилаб олишда асос бўлиб хизмат қилади. Инвестиция сиёсатини ишлаб чиқишда албатта бир қатор омиллар таъсир қилади ва бу жараёни мураккаблаштириб, қийинлаштириб юборади. Бу омиллар қаторига ташқи муҳит, бозор конъюктурасини ўзгарувчанлиги, банкнинг ушбу ҳолатларнинг ўзгаришига бўлган таъсири ва бошқалар бўлиши мумкин. Бу ҳолат банкларни юқори иқтисодий ривожланиш шароитида ҳам портфелни шакллантиришда қийинчиликлар туғдиради.

Тижоарт банкларининг инвестиция фаолиятини шакллантиришдан асосий мақсади йўл қўйиладиган риск даражаси миқдорида даромадларни шакллантириш ва кўпайтиришдан иборат бўлади.

Умумий мақсадлар доирасида банк инвестиция сиёсатини белгилашда банк имкониятларидан келиб чиққан ҳолда қўйидаги махсус мақсадларни белгилаб олади:

1. Банк ресурсларини сақланишин таъминлаш;
2. Ресурслар базасини кенгайтириш;
3. Умумий банк рискларини минималлаштириш, қўйилмаларнинг диверсификацияси;
4. Ликвидлилиқни сақлаш;
5. Даромад келтирмайдиган банк активларини камайтириш (нақд пуллар, Марказий банкдаги корреспондентлик ҳисобрақамидаги маблағларни камайтириш) уларни қисқа муддатли инвестицияларга йўналтириш албатта минимал даражада даромад келтирса ҳам;
6. Янги бозорларга кириш орқали банк фаолияти кўламини кенгайтириш;

7. Компаниялар уставида қатнашиш, қимматли қоғозларини сотиб олиш, уларни инвестицион лойиҳаларида иштрок этиш ва молиялаштириш орқали ўз мижозлари сонини кенгайтириш ва бошқалар.

Инвестиция сиёсатини асосий йўналишларини белгилаш. Тижорат банклари инвестиция сиёсатини белгилаб олишда йўналишларини белгилаб олади ва шу асосда ўз функционал вазифаларини амалга оширади. Бу йўналишлар банкнинг стратегиясидан келиб чиқади ва улар қуйидагилар ҳисобланади:

1. Фоизлар, дивидендлар кўринишида даромадларни олиш мақсадида йўналтирилган инвестициялар;

2. Инвестицион активларни бозор қийматини ва капитал ҳажмини ошиши натижасида даромад олиш мақсадида йўналтирилган инвестициялар;

Юқорида келтирилган йўналишлар инвестиция сиёсатини белгилашда, портфел таркибига қандай инструментларни танлаш, бу инструментларга йўналтириладиган маблағлар манбаасини аниқлаш, даромад манбаини аниқлаш, йўл қўйиладиган риск даражасини белгилаш ва инвестицияларни таҳлил қилишда бошланғич босқич бўлиб ҳисобланади.

Инвестиция портфелини шакллантиришда асосий меъзон бўлиб барқарор даромад олиш тушунилади. Бу меъзон асосида инвестициялашга анаънавий равишда ёндашиш бевосита консерватив сиёсатнинг белгиларини кўрсатиб беради. Бу сиёсат маблағларни узоқ муддатли паст раск даражасига эга бўлган, аниқ белгиланган даромадли, юқори ишончли ва ликвид активларга йўналтиришни назарда тутди. Соддароқ қилиб айтганда, инвестор ўз маблағларини “мовий фишка” ларга йўналтиради. Бунинг натижасида эса инвестор белгиланган паст миқдорда даромад олишга, маблағларни инфляциядан ҳимоялашга қаратади ва маблағларнинг мобиллигини пайишига олиб келади. Шулардан келиб чиққан ҳолда, портфел бошқаруви самарадорлигини баҳолашда авваламбор ўтган даврда портфел бошқаруви қандай даражада бўлганлиги, бошқарув самарадорлиги паст ёки юқори бўлганлигини аниқлаб олиш зарур бўлади.

1.3. Дивиденд сиёсатини шакллантиришнинг жаҳон назариялари.

Дунёнинг турли мамлакатларида амалдаги солиқ сиёсатидан келиб чиқиб, дивиденд сиёсатини танлашга турлича ёндашилади. Масалан, Буюк Британия, Австралия, Канада ва қатор бошқа мамлакатларда солиқ ставкаси бир хил, Германия ва Японияда қайта молиялаштирилган фойда тўланган дивидендларга қаралганда юқорироқ ставка бўйича солиққа тортилади, Францияда эса – аксинча. Бундан ташқари, аксарият мамлакатларда солиқ тўловчилар солиқ тўлаш бўйича дифференциацияланадилар, бу ҳам у ёки бу гуруҳ инвесторларнинг қайта молиялаштириладиган фойдадаги улушга нисбатан муносабатига таъсир кўрсатади.

Дунёда дивиденд сиёсатини шакллантиришнинг қуйидаги жаҳон назариялари мавжуд:

1. Дивидендларнинг мустақиллиги - иррелевантлиги назарияси (*divident irrelevance theory*). Унинг муаллифлари — Ф. Модильяни ва М. Миллер 1961 йилда чоп этилган илмий ишида, танланган дивиденд сиёсати жорий даврда ва истиқболда корхонанинг бозор қийматига (акциялар нархига) ҳам, мулкдорларнинг фаровонлигига ҳам ҳеч қандай таъсир утказмайди, чунки бу курсаткичлар тақсимладиган эмас, балки шаклландиган фойда суммасига боғлиқ, деб таъкидлайдилар. Ушбу назарияга мувофиқ, дивиденд сиёсати фойдани бошқариш механизмида пассив рол уйнайди.

Модильяни ва Миллернинг фикрлаш мантиқи қуйидагича. Агар компания *P* фойда олган бўлиб, уни компания бўйича уртача даромадлилик каби даромадлиликни кафолатлайдиган *IP* лойихага инвестициялаш имкониятига эга бўлса, у қуйидаги вариантларнинг хоҳлаганини танлаши мумкин:

- а) фойдани тулиқ хажмда қайта инвестициялаш;
- б) бутун фойдани дивиденд тўлашга сарфлаб, лойихани қушимча акциялар эмиссияси ҳисобига молиялаштириш;

в) фойданинг бир кисмини дивидендлар куринишида тулаб, бу маблагларни икки манба: тақсимланмаган фойда ва акциялар эмиссиясидан даромад ҳисобига молиялаштириш.

Муайян кушимча шартлар мавжуд бўлганда дивидендларни тўлашнинг мазкур учта вариантларидан бирортасини танлаш умумий даромадлиликни эмас, балки унинг тузилмасини узгартиради: масалан, биринчи ҳолда акциядорлар бутун даромадни дивиденд куринишида оладилар, яъни капиталлаштирилган (K_c) даромад P нолга тенг. Шундай қилиб, бу вариантларнинг ҳар бири инвесторлар учун бир хил маънога эга.

Модильяни-Миллер назарияси доирасида ушбу кушимча шартлар бир қатор шарт-шароитлар билан белгиланади: солиқдарнинг йуклиги, инвесторлар учун дивидендлар ва капиталнинг усишидан даромаднинг тенг қимматга эгаллиги, эмиссион ва трансакция харажатларнинг йуклиги, ахборотдан фойдаланиш имкониятларининг тенглиги ва ҳ.к. Қуриниб турибдики, уларнинг ҳаммаси ҳам узини оқламайди.

Модильяни ва Миллер уз назариясини ривожлантирган ҳолда дивидендларни қолдик, тамойили бўйича ҳисоблашни таклиф қиладилар. Бу фикрни асослаб, улар тугри инвестициявий сиёсатнинг устувор аҳамиятга эгалишга яна бир бор кўрсатадиларки, бу сиёсат охир-оқибат компания олдида турган асосий мақсадга эришишга белгилайди. Айнан шунинг учун ҳатти-ҳаракатлар кетма-кетлиги қуйидагича бўлиши керак:

а) капитал киритмалар бўйича мақбул бюджет тузилади ва инвестициялар учун талаб қилинадиган сумма ҳисоблаб чиқилади;

б) фойдани қайта молиялаш ва манбаларнинг мақсадли таркибини сақлаб қолиш ҳисобига молиялаштиришнинг энг юқори имкониятлари мавжуд бўлиши шарт билан инвестициявий портфелни молиялаштириш схемаси белгиланади;

в) фойданинг ҳаммаси инвестициялаш мақсадларида ишлатилмаганда дивидендлар тўланади.

Шундай қилиб, фойдани самарали қайта молиялашнинг барча имкониятлари таҳлил қилиб булингандан ва барча мақбул инвестициявий лойиҳалар мана шу манбадан молиялаштирилгандан кейингина дивидендлар ҳисобланганда бундай дивиденд сиёсати мақбул деб тушунилиши керак. Агар бутун фойдани қайта молиялаштиришга йуналтириш мақсадга мувофиқ бўлса, дивидендлар туланмайди; агар компаниянинг мақбул инвестициявий лойиҳаси бўлмаса - фойда тулик ҳажмда дивидендларни тўлашга қаратилади. Модильяни ва Миллернинг фикрича, фойда ҳисобига барча мақбул лойиҳалар молиялаштирилгандан кейинги оддий акцияларнинг дисконтланган нархи плус қолдиқ тамойили бўйича олинган дивидендлар суммаси фойда тақсимлангунгача бўлган акциялар нархига эквивалентдир. Бошқача айтганда, туланган дивидендлар суммаси бу ҳолда молиялаштиришнинг қўшимча манбаларини сафарбар этиш учун амалга оширилиши зарур бўлган сарф-харажатларга тахминан тенг. Дивиденд сиёсатининг фирма бозор қийматига нисбатан иррелевантлиги мана шунда куринади.

Модильяни ва Миллернинг назарий қарашлари олимлар ва амалиётчи мутахассислар томонидан жиддий танқидга учради, аниқроғи, дастлабки шарт-шароитларнинг ҳақиқатдан йироқлиги қўрсатилди. Дарҳақиқат, инвестор узининг фаровонлиги қандай шаклда - дивидендлар қўрилишида ёки капиталнинг қўпайиши орқали ортишига нисбатан бефарқ, (индифферент) бўла олмайди, чунки аксарият мамлакатларда дивиденд ва капиталлаштиришдан даромад турли ставкалар бўйича солиқда тортилади; қўшимча қимматли қўғозлар чиқариш ҳисобига капитал жалб қилиш эмиссион харажатлар туфайли фойдани қайта инвестициялашга қараганда қимматроққа тушади ва ҳ.к.

Бундан ташқари, дивиденд сиёсатининг ахборот ва белги (сигнал) берувчи мазмуни ҳақидаги гипотезани ҳам эътибордан четда қолдирмаслик керак, чунки дивидендлар миқдорининг қисқариши, одатда, акциялар нархининг тушишига, бу миқдорнинг қўтарилиши эса - нархнинг ўсишига

олиб келиши кузатилган. Модильяни ва Миллер буни тан олсаларда, бироқ, унга бирмунча бошқачароқ изох берадилар. Гап шундаки, дивидендларни тўлаш нуктаи назаридан барқарорлик ва муайян консерватизм тамойилига компания раҳбарияти томонидан нихоятда катъий риоя этилади. Шу боис туланаётган дивидендлар миқдори тусатдан кескин ошиб кетса, бу фақат мазкур компания ривожланиб бораётганидан ва унинг бошқарув ходимлари келажакда барқарор юқори фойда кутаётганидан далолат беради. Ақлли инвестор узининг инвестициявий сиёсатини ҳозироқ дивидендлар тўлашга қаратмасдан, вазиятни айнан шундай тушунади. Бошқача айтганда, мазкур компания акцияларига талабнинг ортишида жорий дивиденд сиёсати эмас, балки қулай истикболларни кутиш ҳал қилувчи асос ҳисобланади.

2. Дивидендлар афзаллиги назарияси (ёки "қўлга кирган читтак") (*«bird-in-the-hand» theory*). Унинг муаллифлари — М. Гордон ва Д. Линтнер бўлиб, Модильяни-Миллер назарияси муҳолифларидир. Уларнинг таъкидлашича, жорий даромаднинг ҳар бир бирлиги (дивиденд шаклида туланган) "таваккалчиликдан тозалангани" учун келгусига қолдирилган ва узига хос таваккалчиликка эга бўлган даромаддан доим юқори қийматга эга. Бу назарияга кўра, дивиденд тўловларининг максималлаштирилиши фойдани капиталлаштиришга қараганда афзал.

Инвесторлар, таваккалчиликни минималлаштириш тамойилидан келиб чиқиб, доим фақат келажакда қурилиши мумкин бўлган даромадга, шунингдек акциядорлик капиталининг ўсиши эҳтимолига қараганда жорий дивидендларни афзал кўрадилар. Бундан ташқари, жорий дивиденд тўловлари инвесторларнинг мазкур компанияни инвестициялашнинг мақсадга мувофиқлиги ва фойдалилиги масалаларидаги шубҳа даражасини камайтиради; бу ҳолда уларни инвестицияланган капитални дисконтлаш коэффициентлари сифатида фойдаланиладиган фойда меъёрининг камроқ миқдори қониқтиради, бу эса акциядорлик капиталининг бозор баҳрсини оширади. Аксинча, агар дивидендлар туланмаса, шубҳа ҳам ортади, акциядорлар учун мақбул фойда меъёри ҳам ортади, бу эса акциядорлик

капиталининг бозор баҳрсини тушуриб юборади, яъни акциядорлар фаровонлигини камайтиради.

Гордон ва Линтнер фикрларининг асосий хулосаси куйидагидан иборат: умумий даромадлилик формуласида дивидендли даромад устувор аҳамиятга эга; дивидендларга йуналтириладиган фойда улушини ошириб бориб, фирманинг бозор қийматини ошишига, тегишлича, унинг акциядорлари фаровонлигининг ортишига эришиш мумкин.

Бирок, бу назария муҳолифларининг таъкидлашича, аксарият ҳолларда дивиденд шаклида олинган даромад барибир кейинчалик узининг ёки шунга ухшаш бошқа акциядорлик компаниясининг акцияларига қайта инвестицияланади, бу эса таваккалчилик омилини у ёки бу дивиденд сиёсати фойдасига куллаш имконини бермайди.

3. Дивидендларни минималлаштириш назарияси (ёки солиқ дифференциацияси назарияси (*tax differential theory*)). Н. Литценбергер ва К. Рамасвами томонидан утган асрнинг 70-йиллар охири - 80-йиллар бошида нашр этилган ушбу назарияга кўра, дивиденд сиёсатининг самарадорлиги мулкдорларнинг жорий ва келгуси даромадлари буйича солиқ тўловларини минималлаштириш мезони билан белгиланади. Дивидендлар куринишида олинадиган жорий даромадлар доим келгуси даромадлардан кўра купрок солиққа тортилиши сабабли (вакт буйича пул қиймати омили, капиталлаштириладиган даромад буйича солиқ имтиёзлари ва х.к.ларни ҳисобга олиб), дивиденд сиёсати дивиденд тўловларининг минималлаштирилишини ва тегишлича, мулкдорларнинг умумий даромади буйича энг юкори солиқ ҳимоясига эришиш мақсадида капиталлаштиришни максималлаштиришни таъминлаши лозим. Бошқача айтганда, акциядорлар учун дивидендлашган эмас, балки капиталлашган даромадлилик купрок, устувор аҳамиятга эга. Буни осон изохлаш мумкин - капиталлаштиришдан олинган даромад дивидендларга қараганда кичикрок, ставкада солиққа тортилган. Солиқ солиш ставкалари мунтазам узгариб борган бўлсада, лекин барча ҳолларда улар орасидаги фарк сақланиб қолган. Чунончи, 1992

йилдаги АҚШ солиқ конунчилигига мувофик дивидендлар буйича даромад 31 фоизгача бўлган ставкада, капитал усишидан даромад эса 28 фоизли ставкада солиққа тортилган. Бундан ташкари, капиталлаштиришдан олинган даромад солигининг туланиши фақат унинг реализацияси билан амалга оширилади.

Ушбу назарияга кўра, агар иккита компания бир-биридан фақат фойдани таксимлаш усуллари билан фарк килса, у холда дивидендларнинг нисбатан юкори даражасига эга компания акциядорлари оширилган ставкаларда солиққа тортилишини коплаш учун битта акцияга оширилган даромадни талаб килишлари керак. Шундай килиб, компания юкори дивидендлар тўлашдан манфаатдор эмас, чунки унинг бозор киймати фойдадаги дивидендлар улуши нисбатан кам булганда максималлашади.

Аммо дивиденд сиёсатига нисбатан бундай ёндашув куп сонли майда акциядорларни кониктирмайди, чунки уларнинг даромадлари даражаси паст булиб, доим дивиденд тўловлари куринишидаги жорий туловларга мухтож бўладилар.

4. Дивидендларнинг сигнал назарияси (ёки “сигналлаштириш назарияси”). Бу назария акцияларнинг жорий хакикий бозор кийматини бахолашнинг асосий моделлари асосий элемент сифатида улар буйича туланадиган дивидендлар микдоридан фойдаланади, деган фикрга асосланади. Шундай килиб, дивиденд тўловлари даражасининг ўсиши акцияларнинг реал ва, тегишлича, котировкаланадиган бозор қийматининг автоматик тарзда ортишини белгилаб беради, бу эса, уларни реализация килишда акциядорларга кушимча даромад келтиради. Бундан ташкари, юкори дивидендларнинг туланиши компания гуллаб-яшнаётгани ва келажак даврда фойданинг купайишини кутаётгани хакида «сигнал» беради. Ушбу назария фонд бозорининг юкори даражада «ошкоралиги» билан узвий боглик - у ерда олинган тезкор ахборот акцияларнинг бозор киймати узгаришларига сезиларли таъсир кўрсатади.

5. Дивиденд сиёсатининг акциядорлар таркибига мослиги назарияси (ёки «мижозлар назарияси»). Ушбу назарияга мувофик компания шундай дивиденд сиёсатини юритиши керакки, у аксарият акциядорларнинг умидларига, уларнинг миллий хусусиятларига мос келсин. Агар акциядорларнинг асосий таркиби (акциядорлик компаниясининг «мижозлари») жорий даромадга афзаллик берса, у ҳолда дивиденд сиёсати купрок фойдани жорий истеъмол мақсадларига йуналтиришга асосланиши керак. Аксинча, агар акциядорларнинг асосий таркиби узининг келгуси даромадларини ошириш истагида бўлса, у ҳолда дивиденд сиёсати фойдани тақсимлаш жараенида уни купрок капиталлаштиришга қаратилади. Бундай дивиденд сиёсатидан норози булган акциядорлар эса уз капиталини бошка компаниялар акцияларига қайта инвестициялайди, бунинг натижасида «мижозлар» таркиби бир жинсли бўла боради.

Дивиденд сиёсатини шакллантиришнинг жаҳон назарияларини ўрганар эканмиз, жаҳондаги йирик акциядорлик жамиятлари томонидан тўланадиган дивидендлар миқдори аксарият ҳолларда шу мамлакатнинг инфляция даражасига боғлиқ бўлиб, дивиденд миқдори 2-5% атрофида белгиланади. Бу йирик компаниялар томонидан паст дивиденд миқдорини белгиланиши асосий сабаби акцияларининг эркин муомалада бўлишини, курс тафовутидан фойда олинишини таъминлаш ва ўз фаолиятига оммавий инвесторларни жалб қилишдан иборатдир. Қуйидаги 2 жадвалда Европа, АҚШ ва Осиё давлатларининг асосий биржавий индекслари учун дивиденд даромадлилигини кўришимиз мумкин.

2 жадвал. Европа, АҚШ ва Осиё давлатларининг 2011 йилги асосий
биржавий индекслари учун дивиденд даромадлилиги⁴.

Мамлакат, индекс	Дивиденд даромадлилиги, %	Изоҳ
Малайзия, KLCI индекси	4.13	Kuala Lumpur Composite index – Малайзия биржасининг йиғма индекси
Сингапур, Straits Times индекси	3.96	Straits Times газетаси индекси, Сингапур фонд биржасида котиловкаси юқори баҳоланган 55 та компанияларни ўз ичига олади
Джакарта (Индонезия), йиғма индекс	3.11	
Таиланд, SET index	3.90	Таиланд фонд биржаси индекси
Филиппин, йиғма индекс	2.61	
АСЕАН мамлакатлари бўйича ўртачаси	3.54	Жанубий-Шарқий Осиё давлатларининг ассоциацияси
Гонконг, Hang Seng индекси	3.22	Гонконг компаниялар акциялари индекси, ўз ичига 33 та компания котиловкасини олади
Тайвань, TWSE индекси	2.96	Тайвань фонд биржаси индекси
Корея, йиғма индекс	2.59	
Япония, Nikkei 225 индекси	1.05	Nikkei 225 – Токио фонд биржасининг таянч индекси
Шимолий Осиё бўйича ўртача	2.46	
АҚШ, Доу Джонс индекси	2.39	АҚШ йирик компаниялари гуруҳининг акциялари курсининг ўртача кўрсаткичи
АҚШ, S&P 500 индекси	2.05	Бозор капитализацияси бўйича 500 та йирик америка корпорацияларининг акцияси индекси
АҚШ, NASDAQ индекси	1.66	NASDAQ савдо тизимида котиловкаланадиган акциялар таянч индекси
АҚШ бўйича ўртача	2.03	
Буюк Британия, FTSE 100 индекси	3.70	Лондон фонд биржасида котиловкаланадиган капитализацияси энг йирик 100 компания индекси
Германия, DAX индекси	2.70	DAX (Deutsche Aktien Index) – Германиядаги 30 йирик компания котиловкаси асосида ҳисобланадиган фонд индекси
Франция, CAC 40 индекси	2.45	Париж фонд биржасида котиловкаланадиган 40 Франция компаниялари акцияси – "хаворанг фишка"
Европа бўйича ўртача	2.95	
Бутун гуруҳлар бўйича ўртача	2.83	

⁴ www.bloomberg.com сайти маълумотлари.

Юқоридаги жадвалдан кўриниб турибдики, Жанубий-Шарқий Осиё давлатларининг ассоциацияси бўйича ўртача дивиденд даромадлилиги 3,54%, Шимолий Осиё бўйича ўртача 2,46% ни, АҚШ бўйича ўртача 2,03% ни, Европа бўйича ўртача 2,95% ни, бутун гуруҳлар бўйича ўртача дивиденд даромадлилиги эса 2,83% ни ташкил қилган. Айтиш жоизки, юқоридаги давлатлар индекслари учун тўланаётган дивидендларнинг ўртача миқдори инфляция даражасидан ҳам паст эканлигини таҳлил этишимиз мумкин. Бундай ҳолат инвесторларни акцияни ушлаб туришга, дивиденд олиш учун акция сотиб олишга ундамайди ҳамда тақсимланмаган фойданинг кўпроқ қисми эмитент ихтиёрида қолишига ҳамда ROA, ROE молиявий коэффициентларининг ўсишига сабаб бўлади. Шунинг учун, муомаладаги акцияларнинг аксарият қисми иккиламчи бозорда олди-сотди объекти сифатида муомалада бўлади. Иккиламчи бозорда кенг қатламли инвесторларнинг акциялар олди-сотди жараёнида қатнашиши эмитентнинг бозордаги имиджига, обрўсига жуда ижобий таъсир кўрсатади.

Глобал молиявий инқироз шароитида ҳамма мамлакатларнинг қуйидаги муаммоларга дуч келди: паст капитализация, савдоларнинг етарли ҳажмларининг йўқлиги, мураккаб процедуралар, инструментларнинг етишмайдиган миқдори, инсайдерлик савдоси ва х.к. Шунингдек, free float (яъни эркин муомалада бўлган акциялар улуши) кўрсаткичи аксарият мамлакатлар фонд бозорларида пасайиб кетди. Қуйидаги 1 расмда ривожланган фонд бозорларида эркин муомалада бўлган акциялар улуши даражасини кўришимиз мумкин. Айтиш жоизки, free float кўрсаткичи қанчалик ошса, шунчалик фонд бозори ликвидлиги ошади ҳамда бозор ички ва ташқи инвесторлар учун жозибадор ҳисобланади. Шунинг учун, жаҳон амалиётида эмитентлар томонидан тўланадиган дивиденд миқдорлари инфляция даражаси ва ундан паст бўлиб, акциядорларни пассив даромад олишга эмас, балки актив даромад олишга ундайди.



Бу расмдан кўришимиз мумкинки, 2007 йил декабрь ойида free float даражаси АҚШ фонд бозорларида юқори кўрсаткичда эканлиги кўриниб турибди. Хитой ва Россия фонд бозорларида free float даражаси (35,4% ва 26,2% га мувофиқ) эса, ривожланган фонд бозорларига қараганда 2-3 баробар паст кўрсаткичга эга эканлигига гувоҳ бўлишимиз мумкин. Мамлакат фонд бозорида free float даражасининг паст бўлиши бирламчи бозорда жойлаштирилган акцияларнинг жуда катта қисми инвесторларнинг қўлида ушаб турганлигидан далолат беради. Бунинг асосий сабабларидан бири эмитентлар томонидан йирик дивиденд миқдорларини тўланишидир.

Хулоса қилиб айтганда, дивиденд сиёсатини шакллантиришнинг жаҳон назарияларини ўрганган ҳолда, акциядорлик жамиятлари инвестиция фаолияти механизмини яхшилаш фонд бозорларида free float даражасини ошириш каби масалаларга боғлиқ бўлиб, уларни ечилиши мамлакатимиз қимматли қоғозлар бозорини ривожланишининг янги босқичига олиб чиқади.

⁵ ЁАЖ “РИКОМ-ТРАСТ” ҳисоботи, “Ведомости” 10.01.2008 й

II. боб. Ўзбекистонда инвестиция ва дивиденд сиёсатларининг ўзаро боғлиқлиги таҳлили

2.1. Тижорат банклари инвестиция портфелини шакллантириш жараёни таҳлили

Бозор иқтисодиёти шароитида мамлакатнинг иқтисодий куч қудрати унинг молия бозори қанчалик ривожланганлигига боғлиқ бўлади. Молия бозори институционал структураси таркибида тижорат банклари алоҳида аҳамиятга эга бўлиб, уларнинг фаолияти самарали ташкил этиладиган бўлса, унинг натижаси мамлакатнинг иқтисодий индикаторларида ўз аксини топади. Тижорат банклари монетар сиёсатни амалга ошириш жараёнида бевосита пул маблағларини катта массасини аккумуляция қилувчи ва уни иқтисодиётнинг турли тармоқларига тақсимлаш функциясини бажарувчи институционал бирлик сифатида намоён бўлади.

Тижорат банклари инвестиция портфелини шакллантиришда қуйидаги мақсадларга интилишлари лозим бўлади:

- Қўйилмаларнинг ҳавфсизлиги (инвестицияларнинг фонд бозоридаги ҳар қил силкинишлардан ҳимояланганлиги);
- Даромад олишнинг стабиллиги;
- Қўйилмаларнинг ликвидлилиги, яъни молиявий инструментларга йўналтирилган маблағларнинг тез ва ҳеч қандай йўқотишларсиз нақд пулга айланиши.

Бу мақсадларни ўзаро уйғунликда амалга ошириш мураккаб жараён ҳисобланади. Масалан, агар қимматли қоғоз ишончли бўлса, унинг даромадлилик даражаси нисбатан пастроқ бўлади ва аксинча.

Тижорат банклари инвестицион портфелини мақсадга йўналганлиги бўйича 3 та алоҳида гуруҳга бўлиш мумкин:

- Савдо (торговый) портфел;
- Инвестицион портфел;
- Бошқарув (назорат пакети) мақсадли портфел;

Савдо портфели – бу банк томонидан кейинчалик қайти сотиш учун харид қилинган, бозор баҳосига эга бўлган қимматли қоғозлар гуруҳи ҳисобланади. Бу портфед таркибига узоқ муддат ушлаб турилмайдиган, муддати 180 кундан ошмайдиган, 180 кун ичида сотилдиган ёки сўндириладиган қимматли қоғозлар киритилади. Бундан ташқари портфел таркибида РЕПО битимлари бўйича қимматли қоғозлар ҳам киритилиши мумкин.

Инвестицион портфел – бу портфел шундай қимматли қоғозлардан таркиб топадики, ушбу қимматли қоғозлар бўйича инвестицион даромад олиш (дивиденд, дисконт ва бошқалар) ва келгусида уларнинг бозор баҳосини ўсишини назарда тутган ҳолда даромад олиш мақсад қилиб олинади. Бу портфел таркибида 180 ва ундан кўпроқ муддатга қимматли қоғозлар мавжуд бўлади.

Бошқарув (назорат пакети) мақсадли портфел – бунда овоз бериш ҳуқуқини берувчи оддий акциялар, яъни компания (эмитент) бошқарувини амалга ошириш ёки бошқарув қарорларига таъсир этиш мақсадида сотиб олинган ва портфелга жойлаштирилган қимматли қоғозлардан иборат бўлади.⁶

Банклар мақсадли равишда юқоридаги портфелларни шакллантириш тартибини белгилайди ва уни банкнинг ҳисоб сиёсати ҳужжатларида акс эттиради. Агарда қимматли қоғозларни сотиб олиш мақсадлари ўзгарадиган бўлса, улар бир портфелдан иккинчисига ўтказилади.

“Инвестицион портфел” таркибидаги қимматли қоғозларни сотувини амалга ошириб бўлмайди, аввало уни савдо портели таркибига ўтказиш керак бўлади ва уларни ўтказиш жараёнида қимматли қоғозлар қайти баҳоланади ва келажакда сотиб юборилиши ҳам мумкин бўлади.

Тижорат банклари ўз инвестицион портфелини шакллантиришда бошқа институционал инвесторлар фойдаланадиган усул ва методлардан фойдалансаларда банкларнинг инвестицион портфели бошқа коллектив инвесторлар ва фондларнинг портфелларидан фарқли жиҳатлари мавжуд:

⁶ bestEconomics.ru/ Особенности формирования портфеля ценных бумаг в коммерческом банке.

Биринчидан, банк инвестицион портфели банкнинг пассивлари ва бошқа активлари билан кучли боғлиқликда эканлиги. Банкнинг инвестиция портфели муддати унинг пассивлари муддатига асосан белгиланади. Пассивлар таркибида талаб қилиб олингунча депозитлар улушининг юқорилиги инвестиция портфели таркибида юқори ликвидли молиявий инструментларни бўлишини тақозо қилади;

Иккинчидан, банкнинг инвестицион портфели кўпроқ консерватив тамоил асосида шакллантирилиб, уларнинг таркибида давлат қимматли қоғозларини улуши юқори бўлади;

Учинчидан, банк инвестицион портфели “тўлдирилиб бориладиган” (маблағлар киритиб бориш) ва “чақириб олинидиган” (портфел таркибидаги қимматли қоғозларни реализация қилиш ва маблағларни қайтариш) бўлиб ҳисобланади. Банк активларининг структураси ёки порпорцияси ўзгариши натижасида инвестицион портфел таркибига қимматли қоғозларни жалб қилиш мумкин ва аксинча;

Тўртинчидан, инвестицион портфел банкнинг фоиз рискинни бошқаришда фойдаланилади, яъни портфелни муддатлар бўйича структураси бошқарилганда банк активлари ва пассивларнинг муддатлари бўйича ўзаро мувофиқлигига эришилади.

Банкда инвестицион портфелни шакллантириш ва бошқариш билан асосан ғазначилик ва дилинг хизмати бўлимлари шуғулланади. Бундан ташқари бу жараёнда таҳлилий бўлинмалар иштрок этиб, асосий макроиқтисодий кўрсаткичларни прогнозларини ишлаб чиқадилар, активларни типига кўра йўналтириладиган маблағлар лимитини белгилайдилар ва банкнинг активлари ва пассивлари режалаштириш каби вазифаларни бажарадилар.

Портфелни шакллантиришда бош мақсад бўлиб даромад ва риск мувозанатини оптималлаштиришга эришиш ҳисобланади. Бошқача айтганда портфел учун танлаб олинган инструментлар инвестор учун бир вақтнинг

ўзида ҳам риск даражасини минималлаштириши ва ундан келадиган даромадни максимумга оширишга йўналтирилган бўлиши керак.⁷

Қимматли қоғозлар портфелини шакллантириш босқичлари.

Портфелни шакллантиришнинг замонавий назариясида шакллантирилаётган қимматли қоғозлар портфелини оптималлаштиришга қаратилган ҳаракатлар алгоритми қуйидагилардан иборат:

1. Маблағларни йўналтириш учун алоҳида молиявий инструментларни инвестицион сифатларини баҳолаш қимматли қоғозлар портфелини шакллантиришда бошланғич босқич бўлиб ҳисобланади. Ушбу босқич тижорат банклари ўзлари танлаган инвестицион сиёсатлари доирасида ҳар бир қимматли қоғозларнинг афзаллик ва камчиликларини баҳолашни ўз ичига олади. Ушбу жараён якунида портфел таркибидаги улуш ва қарз қимматли қоғозлар пропорциясини белгилаш ва бу гуруҳ қимматли қоғозлар кесимида алоҳида қимматли қоғозлар улуши аниқлаб олинди.

2. Портфел таркибига алоҳида молиявий инструментларни қўшиш ҳақида қарор қабул қилиш.

Бу босқич қуйидагиларга асосланади:

- ✚ Молиявий инвестициялаш сиёсатини ўзида ифодаловчи танланган портфел типи;
- ✚ Бозордаги алоҳида қимматли қоғозларни таклифи;
- ✚ Алоҳида молиявий активларни қиймати ва даромадлилиқ даражасини баҳолаш;
- ✚ Танланган алоҳида қимматли қоғозлар бўйича тизимли (бозор) рисклари даражасини баҳолаш;

Ушбу босқичда даромадлилиқ ва риск даражаси асосида тузилган, портфел таркибига киритилиши мумкин бўлган қимматли қоғозлар рўйхатини белгилаш жараёни амалга оширилади.

⁷ Дерюгин М.В. «Управление портфелем ценных бумаг портфельные стратегии (на примере стратегии дивидендной доходности) Выпускная квалификационная работа. Москва 2007.

3. Портфел оптимизацияси, белгиланган даромадлилик даражасида рискларни камайтириш.

Бу босқичда портфел диверсификацияси ва ковариация даражасини баҳолаш ишлари амалга оширилади.

4. Шакллантирилган портфелни даромадлилик ва риск даражасини ўзаро боғлиқлигини баҳолаш. Портфелни шакллантиришда амалга оширилган ишларни самарадорлигини баҳолаш имконини беради.

Портфелнинг даромадлилик даражаси қуйидаги формула ёрдамида ҳисобланади:

$$ДДп = \sum ДДi \times Дi$$

ДДп – инвестиция портфелини даромадлилик даражаси;

ДДi – портфел таркибидаги алоҳида қимматли қоғозларни даромадлилик даражаси;

Дi – алоҳида қимматли қоғозларни портфел умумий суммасидаги улуши.

Портфел rischi даражаси қуйидаги формула асосида ҳисобланади:

$$РДп = \sum ТРДi \times Дi + СРДп$$

РДп – инвестицион портфелнинг риск даражаси;

ТРДi – алоҳида қимматли қоғозларни тизимли риск даражаси;

СРДп – диверсификациялаш натижасида портфелнинг тизимсиз риск даражаси (бета коэффициенти ёрдамида аниқланади). Ушбу босқич натижаси белгиланган даромадлилик даражасида бозорни ўртача rischiга нисбатан шакллантирилган портфел риск даражаси қанча миқдорга камайтирилгани бўлиб ҳисобланади.

Портфел шакллантириш босқичларига ва мақсадларига тўла мос ҳолда шакллантирилган портфелни (портфел тури ва таркибига кўра) самарали портфел деб аташ мумкин.

Портфелни шакллантириш, таҳлил ва мониторинг қилиш ҳамда оптималлаштириш асосида таркибини қайта кўриб чиқиш жараёнида

унинг талаб қилинган параметрларига мос келадиган янги инвестицион сифати ҳоссасига эришилади. Бунда бу жараёни умуман олганда портфелни бошқариш деб тушуниш мумкин⁸.

Тижорат банклари инвестицион портфелини самарали (эфектив) шакллантиришда қўйидаги ишларни амалга ошириш мақсадга мувофиқ:

1. Белгиланган қимматли қоғозларга инвестициялар rischi кутилаётган даромадлилик даражасидан четланиш эҳтимоли орқали аниқланади. Кутилаётган даромадлилик даражасини статистик маълумотлар, ўтган даврда олинган даромад миқдори ва ўзгариш динамикаси асосида ҳисоблаш мумкин, riskни эса, кутилаётган даромадни ўртача квадратик четланиш орқали аниқлаш мумкин бўлади.

2. Инвестиция портфелининг умумий даромадлилик ва risk даражаси портфел структурасини ўзгариши натижасида турлича бўлиши мумкин. Амалиётда турли хил дастурлар мавжуд бўлиб, улар белгиланган пропорциялар асосида турли хил типдаги активларни шакллантиришга имконият беради. Масалан, белгиланган даромадлилик миқдори доирасида riskни минималлаштирувчи ёки белгиланган risk даражасида даромадни максималлаштирувчи ва бошқалар.

3. Баҳолаш, портфелни шакллантиришда фойдаланилган баҳолашлар эҳтимолий характерга эга. Портфелни шакллантиришнинг классик назариясига кўра уни қўйидаги омилларни инобатга олган ҳолда амалга ошириш мумкин:

Шаклланган қимматли қоғозлар бозори, бозорни белгиланган фаолият кўрсатиш муддати, бозор статистикаси ва бошқалар.

Тижорат банклари ўз инвестицион портфелини шакллантиришда жаҳон амалиётида кенг қўлланиладиган усуллар ва моделлардан фойдаланадилар. Шу ўринда Марковиц ва Шарп моделларини ўрганиш мақсадга мувофиқдир.

⁸ Бочаров В.В. Инвестиционный менеджмент (управление инвестициями): Учебное пособие. – С-Пб.: Издательство С-ПбУЭФ, 2000,

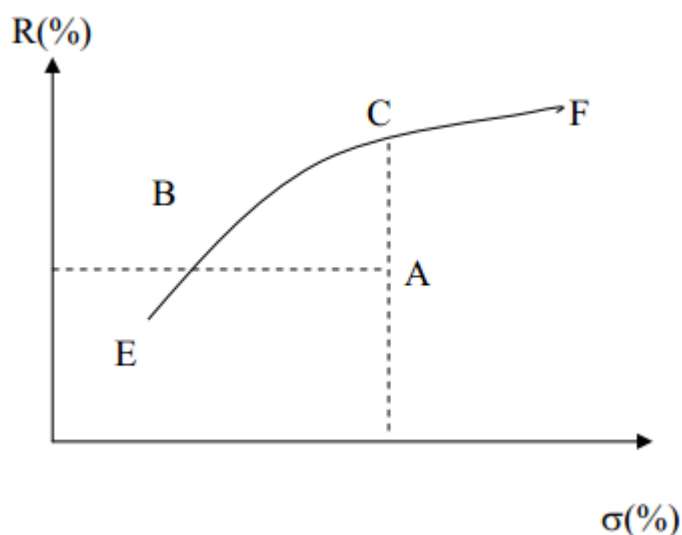
Марковиц модели.

Кўпчилик инвесторлар ўз мабдағларини юқори даромадли қимматли қоғозларга йўналтириш билан бирга улар бўйича инвестицион рискларни пасайтиришга урунадилар. Уларнинг олдида портфел таркибини танлаш муаммоси пайдо бўлади. Анаънавий ёндашувга кўра портфелга йшналтирилган маблагларни диверсификация қилиш би инвестицион рискларни пасайтириш йўли бўлиб ҳисобланади. Масалан, агар инвестор ўз маблагларини 10 та тенг қисмга ажратиб, уларни турли тармоққа тегишли қимматли қоғозларга йўналтирса, портфел ўз ўзидан минимал риск даражасига эришиши мумкин бўлади. Аммо бу ёндашув фақат сифат жиҳатдан амалга ошрилиб, одатда портфел таркибидаги қимматли қоғозлар ҳажмий жаҳатдан тўлиқ баҳоланмайди ва уларга аниқ даромадлилик ва риск даражаси ўрнатилмайди.

1950 йилларнинг бошларигача портфел рисклари фақат сифат жиҳатдан аниқланган бўлиб, бошқарув менежерлари акцияларни қуйидагича классификация қилишган: консерватив, арзон, ўсувчан, даромадли ва спекулятив. Активларни бундай гуруҳлаштириш ушбу соҳада изланишлар олиб бораётган олимларга портфел шакллантиришни оптималлаштиришга қаратилган чора тадбирлар тизимини ишлаб чиқиш учун имконият яратди. Бу йўналишда биринчи иш, яъни портфелни бегиланган даромадлилик ва риск даражасида шакллантириш тамоилларини ўзида ифодалаган Марковицнинг “Портфел танлови: инвестицияларни самарали диверсификацияси” (“Выбор портфеля: эффективная диверсификация инвестиций”) деб номланган иши бўлди. У 1952-йилда журналда чоп этилди. Марковиц шундай ҳулосага келадик, кўпчилик инвесторлар рискдан (агарда улар юқоир даражадаги даромад билан таъминланмаган бўлса) иложи борича холи бўлишни хошлашади. Инвесторлар қандайдир белгиланган даромадлилик нормасида иложи борича ушбу даромаддан минимал четланишга эга бўлган портфелни маъқул кўрадилар. Шунга кўра инвесторлар портфелни диверсификациялаш орқали рискни минималлаштиришга интиладилар. Аммо портфел

таркибидаги қимматди қоғозлар бир бири билан кучли боғланишга эга бўлса, уни диверсификациялаш фақатгина қисман рискни камайитириши мумкин. Самарали диверсификация шундан иборат бўладики, портфел таркибидаги қимматли қоғозларнинг ҳолати бир бирига ўхшаш бўлмаслигидир, Яъни бир тармақ қимматли қоғозларининг нархи пасайганида бошқа тармоқ (корхона) акцияларининг кўтарилиши). Бу ҳолатда даромадлик даражасидан четланиш эҳтимоли (риск даражаси) пасаяди.

Марковиц моделини амалиётда қўллаш учун ҳар бир қимматли қоғознинг кутилаётган даромадлик даражаси, унинг стандарт четланиши ва акциялар ўзтасидаги ўзаро ковариациясини аниқлаш керак бўлади. Агарда ушбу маълумотлар мавжуд бўлса, Марковиц кўрсатиб берганидек, квадрат дастурлаштириш ёрдамида “самарали портфел” ни аниқлаш мумкин.



Марковиц изланишларига кўра, расмда келтирилган қандайдир А портфел бўладиган бўлса, у субоптималь ёки самарасиз портфел бўлиб ҳисобланади, чунки В портфел худди шундай кутилаётган даромад даражасида риск даражаси минимал бўлишини таъминлаши мумкин. Шу билан бирга бу вақтнинг ўзида С портфел А портфел риск даражасини сақлаб қолган ҳолда анча каттароқ даромад олишини таъминлаши мумкин. Шулардан келиб чиққан ҳолда барча самарали портфеллар EF эгри чизиғида жойлашиши керак. Бу эгри чизик кўпроқ Марковицнинг “самарали чегара” си (Эффективная граница) деб номланади.

Умуман айтганда Марковицнинг ушбу модели оптимал портфелни танлаш имкониятини бермайди, балки самарали портфеллар танловини амалга оширишга ёрдам беради. Бундан ташқари Марковиц моделидан фойдаланишда кўп ҳисоб – китоблар ва информациялар ўрганиш талаб этилади. Бу эса бир қатор қийинчиликларни келтириб чиқариши мумкин.

Шарп модели (индексли модел).

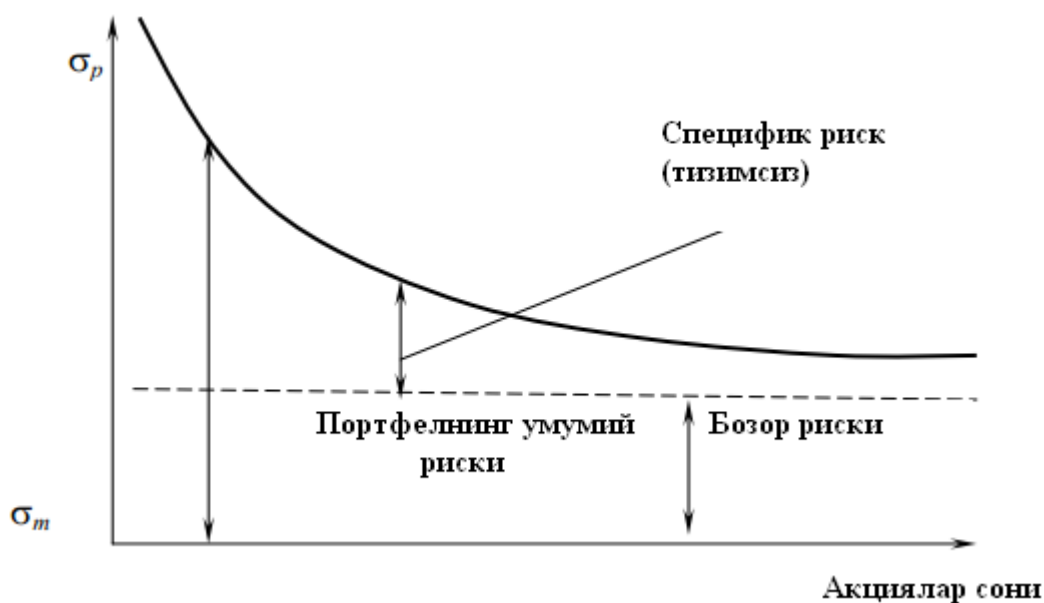
Портфелни шакллантиришда нисбатан соддароқ ва осонроқ модел Шарп модели бўлиб ҳисобланади. Шарп моделини Марковицнинг портфел шакллантириш моделини соддалаштирилган кўриниши ёки Шарпнинг индексли модели деб ҳам аташ мумкин.

Шарпнинг фикрига кўра, ҳар бир алоҳида акциядан кутилаётган даромадлик даражаси бозор индекси билан кучли корреляцияга эга. Бу эса самарали портфел танловини амалга оширишни анча осонлаштиради. Шарп моделининг қўлланилиши анча кам ҳисоблашларни талаб этади ва амалиётда бу модел қўлланилишини анча осонлаштиради.⁹

Бозордаги акцияларни ҳаракатини таҳлил қилиш шуни кўрсатадики, ҳар бир акцияни бир бири билан ўзаро ковариациясини ҳисоблаш шарт эмаслиги, ҳар бир акциянинг умумий бозор билан ўзаро мувозанати қандай эканлигини аниқлаш кифоя қилади. Шундай экан гап қимматли қоғозлар ҳақида кетар экан, бозорнинг умумий ҳажмини ҳисобга олиш керак бўлади. Шу ўринда шуни айтиш керакки, фонд бозорида қимматли қоғозларнинг сони анча катта, ҳатто бир мамлакатда ҳам. Улар бўйича ҳар куни ҳам биржа ҳам биржадан ташқари бозорларда катта муомилалар амалга оширилади. Бозордаги қимматли қоғозларнинг нархлари доимо ўзгариб турганлиги сабабли, бозорини умумий ҳолатини акс эттирувчи индекс (фонд индекси) лардан фойдаланилади.

⁹ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 1998, 382 с.

2 расм. Стандарт четланишнинг портфел таркибидаги акциялар сонига боғлиқлиги графиги.



Расмдан шуни кўриш мумкинки, портфелда акциялар сонини ошиши билан унинг риск даражаси ҳам пасайиб бормокда. Масалан, агар “ўртача” портфел таркибига Нью Йорк фон диржасида котировка қилинадиган битта дона акция жалб қилинган бўлса, унинг даромаддан стандарт четланиши (σ_1) тахминан 28% ни ташкил қилса, иккита исталган акциялардан ташкил топган ўртача портфел стандарт четланиши ўртача 25% ни ташкил этади. Агарда портфел таркибида (турли тармоқлар бўйича) акцияларнинг сони 10 гача йетказиладиган бўлса, портфелнинг даромадликнинг стандарт четланиши тахминан 18% гача тушиши мумкин. Графикдан кўриниб турибдики, портфел таркибидаги акциялар сонининг ошиши билан риск даражаси миинмаллашиб бормокда. Шундан келиб чиққан ҳолда агар портфел таркибида бозорда котировкада бўлган акциялардан (бозор портфели) ташкил топган бўлса, унда портфелнинг стандарт четланиши ўртача 15,1% ташкил этади. Шундай қилиб портфел таркибида мавжуд бўлган акцияларни риск даражасини (тизимсиз рискни) диверсификациялаш (портфел таркибида 30 га яқин турли ҳил акцияларни жамлаш натижасида пасайтириш мумкин. Аммо қандайдир белгиланган даражасидаги риск даражаси доимо мавжуд бўлади. Бу риск бевосита бозор (тизимли) rischi бўлиб, портфел қанчалик

кучли диверсификацияланган бўлмасин рискнинг маълум даражаси доимо сақланиб қолади.

Ўзбекистон тижорат банклари инвестицион портфелларини шакллантиришда жаҳон амалиётида қўлланиладиган усул ва методлардан фойдаланидилар. Шу ўринда шуни айтиш керакки, ҳозирги кунда Республика фонд бозорида банклар йирик инвесторлар сифатида катнашиб келмоқда.

Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари қаторида “Ўзсаноатқурилишбанк” ОАТБ фонд бозорида ўз инвестицион фаолиятини самарали ташкил этган бўлиб, инвестицион портфелни шакллантириш ва бошқаришда банк мақсадларидан келиб чиққан ҳолда белгиланган стратегия асосида фаолият олиб бормоқда.

Банк портфелини шакллантириш бевосита Давлат қимматли қоғозлари, корхона ва ташкилотларининг (АЖ) акциялари ва пайчилик муносабатлари асосида ташкил этилган корхоналар устав капиталларига сармоялар киритиш йўли орқали амалга оширилган. Портфел таркибида молия институтлари, ишлаб чиқариш, савдо, машинасозлик ва бошқа тармоқларининг қимматли қоғозлари жамланган. Портфелни шакллантириш жараёнини таҳлил қиладиган бўлсак, портфел таркибида фиксацияланган даромад (ДҚМО) олишга йўналтирилган маблағлар ҳажми анча катта бўлган. Бундан ташқари портфел таркибига киритилган турли компания (эмитент) қимматли қоғозларининг фонд бозорида эркин мумилада мавжуд эмаслиги ва уларни портфел таркибида узоқ муддат ушлаб турилиши банкнинг консерватив сиёсат юритаётганини кўришимиз мумкин.

Банкнинг инвестиция сиёсати доирасида корхоналарнинг устав капиталига пай сифатида сармоялар киритилган. Қуйидаги 3 жадвалда сўнгги 3 йил давомида банк инвестицион портфели таркибида катта улушга эга бўлган қимматли қоғозларнинг эмитентлари келтирилган.

3 жадвал. “Ўзсаноатқурилишбанк” инвестицион портфелининг таркиби¹⁰.

2009 йил		2010 йил		2011 йил	
Эмитентлар	%	Эмитентлар	%	Эмитентлар	%
"Микрокредитбанк" АТБ	53,1	"Микрокредитбанк" АТБ	25,8	"Asset Invest Trust" МЧЖ	24,7
"Қурилиш лизинг" ОАЖ ЛК	20,2	"Қурилиш лизинг" ОАЖ ЛК	21,0	"Samarqand Aqua Linc" МЧЖ	13,7
"Ishonch" БСК МЧЖ	10,2	"Қўқон люкс текстил" МЧЖ	13,0	"Qishloq Qurilish Bank" ОАТБ (Облигация)	9,1
Visa Inc.	8,2	"Hazorasp Bakery" МЧЖ	12,0	"Khorezm Global Constuction" МЧЖ	7,7
"UZMED-lizing" ОАЖ ЛК	5,8	"Ishonch" БСК МЧЖ	9,8	"Ipotekabank" АТИБ (облигация)	6,7
Ўз.Р. Товар ҳом ашё биржаси" ОАЖ	3,5	"Тошкент"РФБ ОХЖ	4,5	"Микрокредитбанк" АТБ	5,3
"Чилонзор буюм бозори" ОАЖ	3,5	Visa Inc.	4,3	"Hazorasp roof" МЧЖ	4,9
"Ўз.Р. Валюта биржаси" ЁАЖ	2,7	"UZMED-lizing" ОАЖ ЛК	2,8	"Horezm brieks" МЧЖ	4,7
"Мадад" СА	1,6	"Ўз.Р. Валюта биржаси" ЁАЖ	2,1	"Қўқон люкс текстил" МЧЖ	4,5
"Тошкент трактор заводи" ОАЖ	1,0	Ўз.Р. Товар ҳом ашё биржаси" ОАЖ	1,7	"Қурилиш-лизинг" ОАЖ ЛК	4,3

Жадвалдан кўришимиз мумкинки, портфел таркибида 2009 ва 2010 йилларда унчалик катта ўзгаришлар кўзга ташланмаган. 2010 йилда "Xonobod savdo majmuasi Direksiya" МЧЖ ва "Қўқон люкс текстил" МЧЖ ларга сармоялар киритилган бўлса, 2011 йилга келиб эса портфел таркибида 31 та эмитент қимматли қоғозлари мавжуд бўлиб, улардан 13 таси, яъни "Bukhoro markaziy buyum bozori" МЧЖ, "Hazorasp roof" МЧЖ "Horezm brieks" МЧЖ, "PSB Anteks Group" МЧЖ, "Khorezm Global Constuction" МЧЖ, "Asset Invest Trust" МЧЖ, "Samarqand Aqua Linc" МЧЖ қайта ташкил этилган корхоналар бўлиб, портфел таркибига киритилди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 18 ноябрдаги “Иқтисодиёт реал сектори корхоналари молиявий барқарорлигини янада ошириш чоралари тўғрисида”ги ПФ-4053-сонли фармонида мувофиқ, ишлаб

¹⁰ “Ўзсаноатқурилишбанк” инвестицион фаолияти тўғрисидаги ҳисоботи.

чиқариш жараёнларини тиклаш ва молиявий соғломлаштириш мақсадида банк балансига 12 та банкрот-корхона қабул қилинди ҳамда уларнинг мол-мулклари негизида 6 та янги жамият ташкил қилинди. "Hazorasp roof" МЧЖ, "Horezm brieks" МЧЖ, "PSB Anteks Group" МЧЖ, "Khorezm Global Constuction" МЧЖ, "Samarqand Aqua Linc" МЧЖ, "Fergana ceramics industry" каби корхоналарни молиявий соғломлаштириш ва уларни фаоллятини қайта тиклаш мақсадида 13,8 млрд.сўм маблағлар йўналтирилди.

Бундан ташқари, банк инвестицион активларни самарали жойлаштириш бўйича фаол иштрок этиб, 2011 йилда 2 та тижорат банкининг облигацияларини ("Қишлоқ Қурилиш Банк" ОАТБ, "Ипотека банк" АТИБ) сотиб олган.

2.2. Банклар инвестиция ва дивиденд сиёсатларининг ўзаро боғлиқлиги таҳлили.

Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларнинг хусусийлаштириш тажрибасидан маълумки, корхоналарни давлат тасарруфидан чиқариш натижасида шаклланган акциядорлик капитали тузилмаси хусусийлаштирилган компанияларнинг молиявий натижасига ва қимматли қоғозлар бозоридаги эмиссион-инвестицион фаоллигига бевосита таъсир кўрсатади¹¹. Бунда имконияти кам бўлган миноритар (майда) акциядорларни компания корпоратив бошқарувига суи жалб қилиниши, шунингдек, фирмаларни реструктуризациялаш ишларини орқага тортган ёки тўсиқ қўйган акциядор-ходимларнинг ўзига хос бўлган манфаатларини устувор бўлиши энг муҳим муаммо бўлиб ҳисобланади.

Кўпчилик ривожланаётган мамлакатларда хусусийлаштиришдан кейинги даврда акциядорлик капиталини акциядор-инсайдерлардан

¹¹ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Теория и практика экономики приватизации.-Т.: Ибн Сино, 2004.-852 с.; Основы приватизации, рынок её объектов и услуг. -Т.: Ибн Сино, 2004.-928 с.

акциялар бозори орқали ташқи стратегик инвесторларга қайта таксимланиши ва натижада мулкни бундай инвесторлар кўлида жамланиши юзага келадиган самарасизликларни бартараф этиш механизми деб қаралган. Бунда, бир томондан, йирик (стратегик) айниқса, хорижий акциядорларга эга бўлган компанияларнинг муваффақиятли ривожланишига жуда кўп мисоллар бор. Шу билан бирга, кўлга киритилган назоратдан шахсий фойда олишга интилган ва ишлаб чиқаришни реструктуризациялашдан ва корхона самарадорлигини оширишдан бош тортган йирик акциядорлар фаолиятига кўплаб далиллар ҳам мавжуд.

Шундай қилиб, қандай пропорциядаги акциядорлик капитали тузилмаси мамлакат корхоналарининг эмиссион ва инвестицион фаоллигини оширади ва умуман, миллий иқтисодиётни жонлантира олиши мумкин деган масала ҳозиргача баҳс талаб бўлиб қолмоқда. Шунинг учун акциядорлик капитали (мулк) тузилмаси, компаниялар молиявий-хўжалик фаолияти самарадорлиги ва уларнинг қимматли қоғозлар бозори (ҚҚБ)даги эмиссион-инвестицион фаоллигининг ўзаро боғланиши ҳақидаги назарий қарашлар ва эмпирик тадқиқотларнинг таҳлилий шарҳи Ўзбекистон шароити учун фойдалидир. Бундай шароитда иқтисодиётнинг стратегик тармоқлари таркибига кирган хусусийлаштирилган номолиявий компаниялар бизнеси самарадорлигига акциядорлик капитали тузилмасининг таъсирини жаҳон ва Ўзбекистон амалиёти асосида таҳлил қилиш муҳим аҳамият касб этади.

Ҳозирги пайтда республикамиздаги тижорат банклари Ўзбекистон Республикаси Президентининг ПҚ-1317 “Банк тизимининг молиявий барқарорлигини янада ошириш ва инвестициявий фаоллигини кучайтириш чора-тадбирлари тўғрисида” ги Қарорига мувофиқ 2010 - 2012 йилларда тижорат банкларини янада капиталлаштириш ва инвестициявий фаоллигини кучайтириш чора-тадбирлари дастури ишлаб чиқилди.

Айтиш жоизки, тижорат банкларнинг аксарият қисмининг устав капиталида давлат улушининг иштироки катталигини кўришимиз мумкин. Агарда инвестор тоифаларининг салмоғи бўйича Ўзбекистон ва баъзи хориж

мамлакатларидаги ҳолатни солиштирсак, унда инвесторларнинг фаоллигини ортганини кўришимиз мумкин (4 жадвал).

4 жадвал. Акциядорлик капиталида инвестор тоифаларининг иштироки, %¹²

	Ўзбекистон	АҚШ	ГФР	Хитой	Польша	Россия
2006 й. (жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозидан аввал)						
Жисмоний шахслар	3,0	38,4	16,0	31,5	20,0	23,7
Юридик шахслар	17,2	61,6	78,0	37,6	50,0	61,6
Давлат	79,8	0,0	6,0	30,9	30,0	14,7
Жами:	100	100	100	100	100	100
2009 й.						
Жисмоний шахслар	2,2	18,3	11,2	30,5	10,0	13,1
Юридик шахслар	40,1	56,6	62,8	36,6	46,0	62,0
Давлат	61,7	25,1	26,0	32,9	44,0	24,9
Жами:	100	100	100	100	100	100

Жадвалда кўриб турганимиздек, Ўзбекистонда инвестор-жисмоний шахсларнинг сони 2009 йилда 2,2% ни ташкил этган бўлса, бу кўрсаткич АҚШ да 18,3% ни, Россияда 13,1% ни ташкил этган. Таҳлил натижасида шуни аниқладикки, акциядорлик капиталида инвестор-жисмоний шахсларнинг иштироки бошқа мамлакатлар билан солиштирганда энг паст кўрсаткичга эга эканлигини келтиришимиз мумкин. Менинг фикримча бундай ҳолатнинг қуйидаги сабаблари мавжуд:

- акциядорлик жамиятлар эмиссион жараёнини амалга оширишда реклама-ташвиқот ишларини сушт амалга оширилаётганлиги;
- аҳолига фонд бозори тўғрисида телевидения, газета ва журналларда, шунингдек интернетда тўлиқ, содда маълумотлар ёки оммабоп кўрсатувларнинг йўқлиги инвестор-жисмоний шахслар онгида бу бозор бўйича ижобий имидж ҳанузгача шаклланмаган;
- фонд бозоримизда турли хил қимматли қоғозларнинг йўқлиги;
- кўпчилик акциядорлик жамиятларимиз юритаётган дивиденд сиёсати талаб даражасида эмаслиги. Масалан, монопол акциядорлик жамиятларимизда дивиденд миқдори жуда юқори бўлганлиги сабабли жисмоний шахслар ҳал-ҳанузгача бу жамиятларнинг миноритар акциядори

¹² Манба: ҚҚБФМН Маркази, ДМҚ, Россиянинг МБФХ ва ОАВ маълумотлари.

бўлиб қолмоқда, шунинг компаниянинг корпоратив бошқаришида пассив иштирок этиб келишяпти. Аксинча, тижорат банкларимиз томонидан тўланаётган дивиденд миқдори паст бўлганлиги сабабли инвестор-жисмоний шахслар бирламчи бозорда банкларнинг акцияларини сотиб олишда пассив иштирок этишади. Қуйидаги 5 жадвалда акциядорлик жамиятлар томонидан 2011 йилда тўланган дивиденд тўловларини кўришимиз мумкин.

5 жадвал. Акциядорлик жамиятлар томонидан 2011 йилда тўланган дивиденд тўловлари¹³.

Компания	Қимматли қоғоз тури	Номинал	Дивиденд миқдори, % да
"Чилонзор Буюм Бозори" ОАЖ	оддий	1000	30
"Ипотека банк"	оддий	1,000	15%
ОАТБ "Қишлоқ қурилиш банки"	оддий	500,000	3%
"Алоқабанк"	оддий	100	8%
"Узсаноатқурилишбанк" ОАТБ	оддий	2,360	3%
"Тошнефтегазқурилиш"	оддий	900	111%
"Ўзбекгеофизика" ОАЖ	оддий	1,000	180%
"Туркистон банк"	оддий	1,000	10%
O'ztemiryo'lkonteyner	оддий	1000	105%
"Кизилкумцемент" ОАЖ	оддий	97,000	7%
"Ўзбеккимемаш" ОАЖ	оддий	5,500	58%
"Toshkentdonmahsulot" ОАЖ	имтиёзли	100	50%
"Toshkentdonmahsulot" ОАЖ	оддий	100	39%
"O'ztemiryo'lkonteyner" ОАЖ	оддий	1000	ОАТБ "Агробанк"
ОАТБ "Агробанк"	имтиёзли	1000	25%

Жадвалда кўришимиз мумкинки, акциядорлик капиталда давлат улушининг салмоғи катта бўлган компанияларнинг йиллик дивиденд миқдори юқори белгиланган. Масалан, "Тошнефтегазқурилиш" ОАЖ

¹³ www. avestagroup.com сайти маълумотлари.

дивиденд миқдори 111% ни, O'ztemiryo'lkonteyner ОАЖ дивиденд миқдори 105%, “Toshkentdonmahsulot” ОАЖ имтиёзли акцияси бўйича дивиденд миқдори 50% ни ташкил этган. Шунингдек, “Кизилкумцемент” ОАЖ нинг дивиденд миқдори 7% ни ташкил этган бўлсада, акциясини номинал қийматининг 97,000 сўм эканлиги сабабли ҳар битта оддий акция бўйича тахминан 7000 сўмга яқин фойда тўланган. Шунинг учун ҳам бу компаниялар капитализация даражаси акциялар бозори капитализациясининг асосий қисмини эгаллайди. Лекин тижорат банкларининг тўланган дивиденд тўловлари бошқа тармовларга нисбатан анча паст миқдорга эга эканлигини кўришимиз мумкин. Мисол учун, “Ипотека банк” нинг дивиденд миқдори оддий акцияси номиналига нисбатан 15% ни, “Алоқабанк” ники 8%, “Ўзсаноатқурилишбанк” ники 3%, “Туркистон банк” ниик 10% ва “Агробанк” нинг дивиденд миқдори имтиёзли акцияси номиналига нисбатан 25% ни ташкил этган. Бунинг асосий сабаби тижорат банклари соф фойдасининг асосий қисмини ресурс базасини мустаҳкамлаш ва захира капиталини оширишга йўналтиришмоқда.

Тижорат банклари юритаётган дивиденд сиёсатининг салбий томони шундаки, бирламчи бозорда уларнинг акцияларига бўлган инвестор-жисмоний шахслар томонидан талабнинг пастлиги ҳамда бирламчи бозорда банклар акциясини номиналидан баландга сота олмаслигидир. Фонд бозори шаклланиб ва ривожланиб бораётган мамлакатларда акциядорлик жамиятлари акцияларининг иккиламчи бозордаги курси бу компанияларнинг дивиденд сиёсатига бевосита боғлиқдир. Шунинг учун ҳам юқори миқдордаги дивиденд тўловларини тўлайдиган давлат компаниялари акцияларининг иккиламчи бозордаги курси жуда ҳам баланд ёки бу акциялар эркин муомалада йўқ. Аксинча паст миқдордаги дивиденд тўловларини тўлайдиган тижорат банклари акцияларининг иккиламчи бозор курси 1 йил мобайнида умуман номиналидан баландга сезиларли даражада кўтарилмайди. Қуйидаги 6 жадвалда 2010 йилда листинг компаниялари акцияларининг иккиламчи бозордаги котиировкасини кўришимиз мумкин.

6 жадвал. 2012 йилнинг декабрь ойидаги листинг компаниялари
акцияларининг иккиламчи бозорда котиловкаси тўғрисидаги маълумот
(охирги 52 ҳафта)¹⁴.

Акционерлик жамиятлари	Акция тури	2012 й. декабрда амалга оширилган савдо ҳажми, млн.сўм	30.12.2012 й. ҳолатига котиловка	охирги 52 ҳафтада амалга оширилган савдо ҳажми, млн.сўм	Охирги 52 ҳафтада котиловка min	охирги 52 ҳафтада котиловка, max
O'zsanoatqurilishbank	оддий			1 632,8	2475	2785
	имт.	14,7	2785	44,2	2475	2790
Samarkand	оддий			4 108,1	50000	50300
Universal bank	оддий	100,3	101300	1 024,9	101300	101300
Агробанк	оддий			30 139,1	1150	1150
Алокабанк	оддий			5 112,3	104	104
	имт.			9,8	104	115
ГАКБ Асака	оддий			8 983,7	57500	57500
Ипак йули	оддий	244,2	100	2 527,2	100	102
	имт.	0,004	100	0,004	100	100
ИПОТЕКА - БАНК	оддий			420,7	1360	1700
	имт.	8,4	1850	211,6	1360	1870
Капиталбанк	оддий	7 519,8	10200	10 617,2	10200	10200
Қишлоқ қурилиш банк	оддий			832,5	102,5	111,63
	имт.			25,2	122	135
РАВНАК-БАНК	оддий			8,0	1134	1260
Савдогарбанк	оддий			1 515,0	101	101
Трастбанк	оддий			2 632,4	1000	1100
	имт.			5,2	1100	1100
Туркистон	оддий			17,6	1000	1000
Турон акциядорлик- тижорат банки	оддий			1 247,5	1411	1700
Хамкорбанк	оддий	510,3	120	3 426,8	100	120
	имт.	54,0	120	54,0	120	120

¹⁴ www.uzse.uz сайти маълумотлари.

Юқоридаги жадвалда листинг компаниялари акцияларининг 52 ҳафта ичидаги котировкаси акс эттирилган бўлиб, листинг компанияларининг аксарият қисмини тижорат банклари ташкил этган. Банк акциялари котировкасини таҳлил этар эканмиз, O'zsanoatqurilishbank оддий акциялари котировкаси номиналига нисбатан +10 сўмга, Турон акциядорлик-тижорат банки акцияси +289 сўмга, Хамкорбанк ва Қишлоқ қурилиш банк акциялари +20 сўм ва +10 сўмга ҳамда Samarkand акцияси +300 сўмга ошган. Шунингдек, Трастбанк акциялари +100 сўмга, РАВНАК-БАНК +126 сўмга ва ИПОТЕКА – БАНК нинг оддий акциялари +340 сўмга ошган. Бошқа банклар акциялари номиналига нисбатан ўзгармасдан қолган. Умуман олганда, тижорат банк акцияларининг 52 ҳафта ичида 50 сўмга ёки 20 сўмга ошиши бу акциялар ликвидли ёки иккиламчи бозор ликвидлилиги ошган деган тушунчага олиб келмайди. Сабаби, банк акцияларининг 52 ҳафта ичидаги котировкасининг юқоридаги ўзгаришлари минимал ўсган бўлиб спекулятив даромад олиш учун йирик портфелли инвесторларни ёки инвестор-жисмоний шахсларни иккиламчи бозорга инвестиция киритишини ижобий томонга ўзгартирмайди.

III. боб. Ўзбекистонда инвестиция ва дивиденд сиёсатларининг самарадорлигини ошириш йўллари

Айтиш жоизки, эмитентларнинг инвестиция сиёсати дивиденд сиёсати билан чамбарс боғлиқдир. Акциядорлик жамиятлар инвестиция сиёсатни юритиш орқали максимал даромад олишга ҳаракат қилинар экан, бу компанияларнинг юритаётган дивиденд сиёсати тўғри ишлаб чиқилмаган бўлса, бевосита бирламчи бозорда акцияларнинг жойлаштирилишида турли хил қийинчиликларга дуч келади. Агар эмитент акциялари бўйича йиллик дивиденд тўловларини банк депозити миқдоридан паст тўласа, бундай ҳолда инвестор-жисмоний шахслар капиталини эмитент акцияларини сотиб олишдан кўра банк депозитига қўйишни авзал кўришади. Акциядорлик жамиятлар дивиденд сиёсатини ишлаб чиқишда албатта ўз ички имкониятларидан келиб чиққан ҳолда акциядорларнинг манфаатларини кўзлаши керак.

Дунёнинг турли мамлакатларида амалдаги солиқ сиёсатидан келиб чиқиб дивиденд сиёсатини танлашга турлича ёндашади. Масалан, Буюк Британия, Австралия, Канада ва қатор бошқа мамлакатларда солиқ ставкаси бир хил, Германия ва Японияда қайта молиялаштирилган фойда тўланган дивидендларга қараганда юқорироқ ставка бўйича солиққа тортилади, Францияда эса – аксинча. Бундан ташқари, аксарият мамлакатларда солиқ тўловчилар солиқ тўлаш бўйича дифференцияланади, бу ҳам у ёки бу гуруҳ инвесторларнинг қайта молиялаштириладиган фойдадаги улушга нисбатан муносабатига таъсир кўрсатади.

Акциядорларнинг инвестициялаш мақсадларига, молиявий менежерларнинг эса дивиденд сиёсатига турлича ёндашишларига қарамай, бир қатор омиллар мавжудки, улар корпоратив бошқарув молиявий механизмининг мазкур воситасидан фойдаланишда албатта ҳисобга олиниши керак. Бу омиллар қуйидагилар:

1. Акциядорлар тўланадиган дивидендларнинг камайишига салбий муносабат билдирадilar, чунки бу улар учун, авваламбор, компания фаолиятида молиявий қийинчиликлар туғилганидан далолат беради. Шу боис, агар компания дивидендларни ошириш ҳақида қарор қабул қилса, дивидендларнинг худди шу даражасини кейинги йилларда сақлаб қола олишига ишонч ҳосил қилиши керак;

2. Тўланаётган дивидендлар суммаси компаниянинг молиявий кўрсаткичлари нисбатларига, унинг бюджети, капитализация даражасига ва ликвидлилигига таъсир қилади;

3. Дивидендлар компаниянинг ўз капиталини камайтиради, чунки улар корхонага қолдирилган фойдадан тўланади. Бошқа тенг шароитларда уларнинг тўланиши қарз ва ўзлик капитали ўртасидаги нисбатнинг ортишига олиб келади.

4. Компания акциялари бўйича дивиденд меъёри худди шундай таваккалчиликка эга молиявий киритмалар бўйича даромадлиқнинг ўртача бозор меъёрига мос келиши керак.

Дивиденд сиёсати акциядорлик жамияти ўз олдига қўйган мақсадларга эришишнинг қудратли воситаси ҳисобланади. Шунинг учун, фойда миқдори етарли бўлганда ҳам, дивидендлар миқдори, уларни тўлаш тартиби ва муддатлари акциядорлик жамиятнинг инвестициявий жозибадорлигини, капитализация даражасини ҳамда унинг акциялари ликвидлилигини оширишда муҳим роль ўйнайди.

Иқтисодиётни модернизациялаш шароитида эмитентларнинг инвестиция ва дивиденд сиёсатларининг чамбарчас боғлиқлиги ҳамда уларни самарадорлигини ошириш бўйича қуйидаги тадбирларни амалга ошириш зарур:

- йирик корхоналарни хусусийлаштириш механизмини IPO йўли билан тадбиқ этиш;

- йирик акциядорлик жамиятларнинг устав капиталида давлатнинг иштирокини камайтириш эвазига эркин муомаладаги акциялар улушини кўпайтириш керак;

- эмитентлар юритаётган дивиденд сиёсатини “йиллик дивидендни ҳеч қачон пасайтирма” шиоридан воз кечиш;

- мулкдорнинг жорий ва келгуси дивиденд даромадлари бўйича солиқ тўловларини минималлаштириш ёки имтиёзлар бериш лозим;

- молия бозорида майда инвесторларни кенг иштирок этишини таъминлаш ва уларнинг инвестицияларини ҳимоялаш механизмларини тадбиқ этиш;

- бирламчи бозордаги маъмурий тўсиқларни камайтириш ва қимматли қоғозларни чиқариш бўйича давлат рўйхатига олиш жараёнларини соддалаштириш;

- эмиссия жараёнини солиқлар ва солиқсиз йиғимлардан имтиёзлар бериш;

- мамлакатимиз қимматли қоғозлар бозорининг ижобий имиджини яратиш ва такомиллаштириш;

- миллий қимматли қоғозлар бозорини халқаро фонд биржалар билан интеграциялашувини таъминлаш;

- фонд бозорида инвестиция объекти бўлган ҳосилавий қимматли қоғозлар турларини жорий этиш.

Юқорида келтирилган амалга оширилиши лозим бўлган тадбирлар эмитентларнинг инвестиция ва дивиденд сиёсатларини такомиллаштиришига ишониб қоламан.

Хулоса ва таклифлар

Акциядорлик жамиятларининг, шу жумладан банкларнинг дивиденд, эмиссия ва инвестиция сиёсатларини ўзаро боғлиқ ҳолда, ҳамда максимал фойда олишга қаратилган йўналишларда олиб борилиши нафақат қимматли қоғозлар бозорига, балки бутун иқтисодиётга ижобий таъсир қилади. Лекин айрим ҳолларда кўпгина йирик акциядорлик жамиятларни дивиденд сиёсатлари қимматли қоғозлар бозорини янада ривожланишига салбий томондан таъсир кўрсатапти. Умуман олганда, дивиденд, эмиссия ва инвестиция сиёсатларини ўзаро боғлиқ ҳолда олиб борилиши давлатнинг олдида турган бир қанча муаммоларни ҳал қилади. Булар, ишсизлик муаммоси, аҳолини тадбиркорлик фаолиятига қизиқтириш, солиқларни ўз вақтида тўлаш, миллий қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш ва ҳакозоларни.

Малакавий ишини ёзиш жараёнида амалга оширилган таҳлил натижаларига асосланган ҳолда қуйидаги хулосалар шакллантирилди:

1. Ривожланган давлатлар қимматли қоғозлар бозорида акциядорлик жамиятлари фаолияти кўлами ва йўналиши кенгайиб бораётганлиги ҳамда янгича тус олаётганлиги натижасида фонд бозори ривожланишида акциядорлик жамиятларининг дивиденд сиёсатлари муҳим роль ўйнамоқда. Мазкур ҳолат мамлакатимиз акциядорлик жамиятларининг, шу жумладан тижорат банкларининг миллий қимматли қоғозлар бозоридаги фаолиятини корпоратив манфаатларни устун қўйган ҳолда халқаро қимматли қоғозлар бозорида юзага келадиган тенденциялар билан мувофиқлаштириш заруратини келтириб чиқаради. Бунинг учун акциядорлик жамиятларининг дивиденд, эмиссия ва инвестиция сиёсатларини қимматли қоғозлар бозоридаги ролини оширишга салбий таъсир кўрсатаётган омилларни бартараф этиш ва уларнинг фонд бозоридаги ролини шакллантирувчи муҳим шарт-шароитларни юзага келтириш лозим. Хусусан:

- иқтисодийнинг эркин бозор муносабатлари асосида қурилишини таъминлаш ва тўлақонли бозор инфратузилмасини шакллантириш;
- корпоратив манфаатларни устун қўйган ҳолда хўжалик юритувчи субъектларда корпоратив бошқаришни кенг жорий этиш;
- қимматли қоғозлар бозорини юқори ликвидли инструментлар билан тўлдириш;
- акциядорлик жамиятлар фаолиятига тегишли қонунчиликни такомиллаштириш зарур;

2. Республикамиздаги аксарият тижорат банкларининг қимматли қоғозлар эмитентлари мулк шаклига кўра диверсификация қилинган, аммо эмитентларнинг турли тармоқ хусусиятларига кўра диверсификация қилинмаган. Мазкур ҳолат айниқса, тижорат банкларини бошқаришда маълум бир тармоқ устунлик қиладиган банкларда кўп учрамоқда.

3. Мамлакатимиз фонд бозорида маълумотларни очиш тизимини ёки бозор шаффофлигини такомиллаштириш.

4. Бугунги кунда аксарият эмитентларнинг дивиденд сиёсати фаолиятдаги капитални ошириш, уни корхона айланмасида сақлашга эмас, балки истеъмолга (моҳиятан компания активларининг бир қисмини дивидендлар кўринишида йўқотиш) йўналтирилмоқда. Бу корхонанинг иқтисодий ривожланишини сусайтириш ва уларнинг рақобатбардошлиги ва чет эл инвесторларининг қизиқишларини пасайтириш хусусиятига эга.

Шуни таъкидлаш лозимки, қимматли қоғозлар бозори эндигина ривожланиш босқичида бўлган, акцияларнинг ликвидлилиқ даражаси юқори бўлмаган, бозордаги олди-сотдилар доимий эмас, балки тасодикий кўриниш ҳосил қилган мамлакатлар учун (Ўзбекистон бундан мустасно эмас), акциялар баҳосининг шаклланиши бош омили бу тўланган дивидендларнинг миқдоридир (дивиденд қанчалик юқори бўлса, акциялар қиймати ҳам юқори бўлади). Иқтисодий ривожланишнинг ҳозирги босқичида корхоналарини модернизациялашни молиялаштириш учун уларда олиб борилаётган дивиденд сиёсатини фойданинг асосий қисмини истеъмолга (дивиденд

тўлашга) эмас, балки ривожланишга йўналтириш томон бурилиши лозим. Акс ҳолда корхоналарнинг молиявий ҳолати ёмонлашиб, акцияларнинг ликвидлилиги тушиши ва бу ўз навбатида қимматли қоғозлар бозори ва умуман иқтисодиётнинг ривожланишига салбий таъсир қилиши мумкин.

Малакавий ишни ёзиш жараёнида амалга оширилган тадқиқот натижаларига асосланган ҳолда қуйидаги амалий таклифларни ишлаб чиқдик:

1. Қиматли қоғозларни эмиссияси тартибини соддалаштириш ва расмийлаштириш даврини қисқартиш чораларини кўрмоқ лозим.

2. Тижорат банклари юритаётган дивиденд сиёсатини қайти кўриб чиқиш ёки қимматли қоғозларининг фонд бозоридаги ликвидлигини таъминлаш мақсадида инновацион ғоялардан, молия инжиниринг маҳсулотларидан фойдаланиш.

3. Янги молиявий инструментларнинг эмиссияси ва активларни секьюритизациялаш учун кенг имкониятлар яратиш лозим.

4. Эмитент томонидан қимматли қоғозларнинг бирламчи жойлаштириш жараёнини IPO схемасини қўллаш орқали амалиётга тадбиқ этиш. IPO схемасини қўллаш орқали эмитентлар ўз фаолиятига кенг кўламдаги хорижий ва маҳаллий инвесторларни жалб этади ва акцияларининг ликвидлигини, котиловкасини таъминлаши мумкин.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати.

1. Ўзбекистон Республикасининг Конституцияси.-Т.: Ўзбекистон, 1992 й 8 апрель.
2. Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодекси. Тошкент.: Адолат, 1996
3. «Марказий Банки тўғрисида» ги Ўзбекистон Республикасининг Қонуни, 21.12. 1995 йил.
4. “Банклар ва банк фаолияти тўғрисида”. Ўзбекистон Республикаси Қонуни. 1996 йил 25 апрел.
5. «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида». Ўзбекистон Республикасининг Қонуни. 22.07.2008 йилда қабул қилинган.
6. Ўзбекистон Республикасининг 2013 йилги асосий макроиктисодий кўрсаткичлари прогнози ва Давлат бюджети параметрлари тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2012 йил 25 декабрдаги Қарори, ПҚ–1887-сонли.
7. “Фонд бозорини янада ривожлантириш бўйича чора-тадбирлар тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2012 йил 19 мартдаги Қарори, ПҚ–1727-сонли.
8. “Банк тизимининг молиявий барқарорлигини янада ошириш ва инвестициявий фаоллигини кучайтириш чора-тадбирлари тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 6 апрелидаги Қарори, ПҚ–1317-сонли.
9. “Тижорат банклари депозитларига аҳоли ва хўжалик субъектлари бўш пул маблағларини жалб этишни янада рағбатлантириш қўшимча чора-тадбирлари тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2009 йил 6 апрелидаги Қарори, ПҚ–1090-сонли.
10. “Тижорат банкларида аҳоли омонатлари шартларини либераллаштириш ҳамда кафолатларини таъминлашга доир қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида” Ўзбекистон Республикаси Президенти Фармони, 2008

йил 21 февраль, ПФ №3968

11. “Иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарини қўллаб-қувватлаш, уларнинг барқарор ишлаштини таъминлаш ва экспорт салоҳиятини ошириш чора-тадбирлари дастури тўғрисида” Ўзбекистон Республикаси Президенти Фармони, 28.11.2008 й, ПФ № 4058

12. “Иқтисодиёт реал сектори корхоналарининг молиявий барқарорлигини янада ошириш чора-тадбирлари тўғрисида” Ўзбекистон Республикаси Президенти Фармони, 2008 йил 18 ноябрь, ПФ №4053 сон.

13. “Ишлаб чиқаришни модернизациялаштириш, техник ва технологик қайта жиҳозлаштиришни рағбатлантириш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида” Ўзбекистон Республикаси Президенти Фармони, 2007 йил 14 март, ПФ №-114.

14. “Банкларнинг капитализациясини янада ошириш ва уларни иқтисодиётни модернизациялаш бўйича инвестиция жараёнларида қатнашиш фаоллигини ошириш чора-тадбирлари тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2007 йил 20 июлидаги Қарори.

15. “Банк тизимини янада ривожлантириш ва бўш пул маблағларини банк айланмасига жалб этиш чора-тадбирлари тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2007 йил 7 ноябрдаги Қарори, ПҚ-726-сон.

16. “Қимматли қоғозлар бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида” Ўзбекистон Республикаси Президенти Қарори, 2006 йил 27 сентябр, №ПП-475.

17. Каримов И.А. “Бош мақсадимиз – кенг кўламли ислохотлар ва модернизация йўлини қатъият билан давом эттириш” Ўзбекистон Республикаси Президенти Ислон Каримовнинг 2012 йилда мамлакатимизни ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш якунлари ҳамда 2013 йилга мўлжалланган иқтисодий дастурнинг энг муҳим устувор йўналишларига бағишланган Вазирлар Маҳкамасининг мажлисидаги маърузаси/ Т.:Ўзбекистон, 18.01. 2013 й.

18. Каримов И.А. Асосий вазифамиз – ватанимиз тараққиёти ва

халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир/ Т.:Ўзбекистон, 2010. - 77 б.

19. Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари / И.А.Каримов. – Т.:Ўзбекистон, 2009. - 56 б.

20. Каримов И.А. Ватанимизнинг босқичш-босқич ва бар-карор ривожланишини таъминдаш — бизнинг олий мақсадимиз. -- Т.: «Ўзбекистан», 2008. -48 б.

21. Каримов И.А. Инсон манфаатлари устуворлигини таъминлаш - барча ислохот ва ўзгаришларимизнинг бош мақсадидир. - Т.: «Ўзбекистан», 2008. -64 б.

22. Каримов И.А. Юксак маънавият — енгилмас куч. — Т.: «Маънавият», 2008. - 176 б.

23. Шохазамий Ш.Ш. «Тизимли молия инжиниринги» Монография. -Т.: «Fan va texnologiya», 2012.-795 с.

24. Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы функционирования и развития.-Т.: Консультинформ-нашр, 2008. – 224 с.

25. Л.Дж.Гитман, М.Д.Джоник. Основы инвестирования.-М.: Дело, 1997.

26. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1999. - XII, 1028 с.

27. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. /Гл. ред. Серии Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 801 с.

28. Вы и мир инвестиций: Учебное пособие – 3-е издание. , испр/Под ред. Софьи Нагорная.- М.: Вече, 2003 – 80ст.

29. Инвестиции: Учебник/Под ред. В. В. Бочаров – СПб.: Питер 2002 г.

30. Рынок ценных бумаг: Учебник/Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2000.

31. Баринов Э.А., Хмыз О.В. Рынки: валютные и ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2001. – 608 с.

32. Фондовый рынок и мир: Учебник/Под ред. К. С. Царихин – М.: Издательский дом «Социальные отношения» 2008 г.

33. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учеб.пособие. 2-е изд., с изм. – М.: Экономистъ, 2005. – 687 с.
34. Ходиев Б.Ю., Шодмонов Ш.Ш., Гафуров У.В. Мамлакатни жадал ислоҳ этиш ва модернизация қилиш – миллий тараққиётимизнинг мантиқий босқичи / Илмий-оммабоп рисола.- Т.: ТДИУ, 2008, 57 б.
35. <http://www.uzse.uz>.
36. <http://www.avestagroup.uz>.
37. <http://www.bankir.uz>.
38. <http://www.micex.ru>.
39. <http://www.mirkin.ru>
40. <http://www.bloomberg.com>