

Элмирзаев С.Э. ТМИ, катта илмий
ходим-изланувчи, и.ф.н.

ДИВИДЕНД СИЁСАТИНИНГ ТАШКИЛИЙ ХУСУСИЯТЛАРИ ВА ТАКОМИЛЛАШТИРИШ МАСАЛАЛАРИ

В научном статье обосновано актуальность дивидендной политики в условиях настоящих экономических реформ, анализировано действующее состояние дивидендной политики акционерных обществ; приведены выводы, научные предложения и практические рекомендации по эффективной организации дивидендной политики.

In scientific article the relevance of dividend policy in the conditions of today's economic reforms is proved, operating condition of dividend policy of joint-stock companies is analyzed; conclusions, scientific offers and practical recommendations about the effective organization of dividend policy are given.

Таянч сўз ва иборалар: акция, акциядорлик жамияти, дивиденд, дивиденд сиёсати, номинал баҳо, акция даромадлиги, 16-муҳим факт, солиқ имтиёзлари

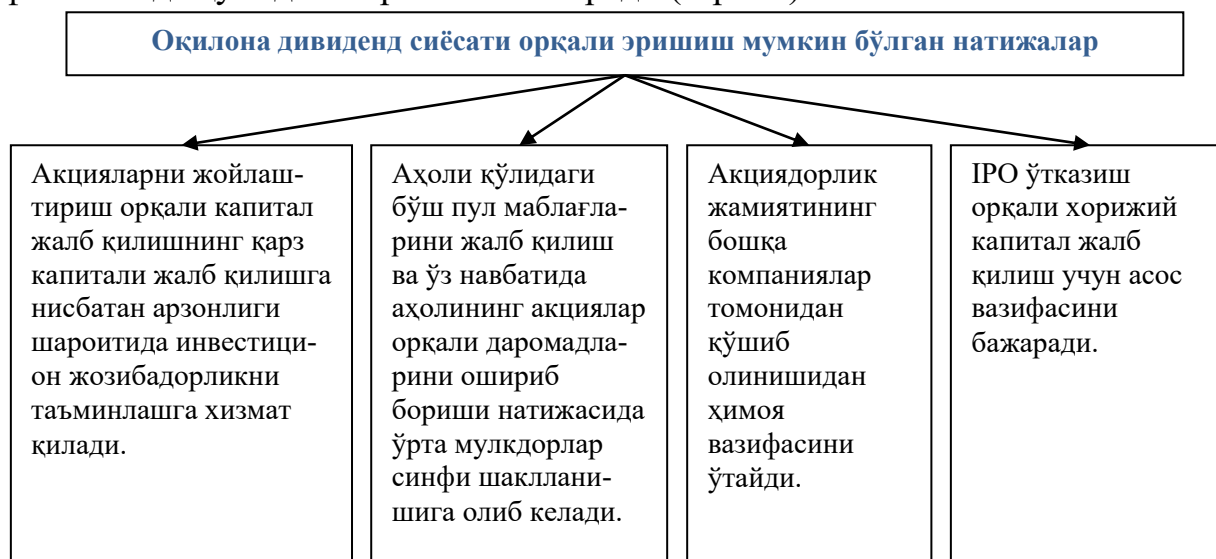
Акциядорлик жамиятлари (АЖ)лари фаолиятини самарали ташкил этиш мамлакат молия тизими барқарорлигини таъминлашда алоҳида аҳамият касб этади. Чунки АЖлари молияси (корпоратив молия) давлат бюджети даромадларининг ўз вақтида ва тўлиқ шаклланишида, уй хўжаликларининг доимий даромад манбасига эга бўлишларида, ташқи савдо муносабатларида, молия-кредит муассасаларининг барқарор ишлашида ўзига хос воситачи вазифасини ўтайди. Шундан келиб чиққан ҳолда мамлакатимизда корпоратив молиявий муносабатлар самарадорлигини оширишга алоҳида эътибор қаратилмоқда. Бунда иқтисодиётда давлат улушини камайитириш, хусусийлаштириш, тўғридан-тўғри хорижий инвесторларни ва хорижий менежерларни АЖлари фаолиятига кенг жалб қилиш мақсадида 2015 йилда “378 та акциядорлик жамиятининг давлат улуши баҳоланди ва чет эллик стратегик инвесторларга сотиш учун очиқ савдога қўйилди”[2]. АЖлари фаолият самарадорлиги бевосита олинган фойда ва акциядорларга тўланаётган дивиденд миқдори билан белгиланишидан келиб чиққан ҳолда мамлакатимизда дивиденд сиёсатининг ташкилий хусусиятлари ва такомиллаштириш масалалари хусусида қуйида тўхталиб ўтамиз.

Мамлакатимиздаги АЖларида дивиденд сиёсати 2014 йил 6 майда янги таҳрирда қабул қилинган “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонун асосида ташкил этилади. Мазкур қонунга кўра “Дивиденд жамият соф фойдасининг акциядорлар ўртасида тақсимланадиган қисмидир. Жамият акцияларнинг ҳар бир тури бўйича эълон қилинган дивидендларни тўлаши шарт”[1].

Дивиденд сиёсатидаги асосий муаммо олинган фойданинг акциядорлар ўртасида дивиденд кўринишида тўланадиган қисми ва фойданинг бизнесни

янада ривожлантириш учун йўналтириладиган қисми ўртасидаги оптимал нисбатни белгилаш бўйича қарор қабул қилишнинг мураккаблиги билан изоҳланади.

Дивиденд сиёсатининг оқилона юритилиши ўз навбатида АЖлари фаолиятида қуйидагиларга имкон беради (1-расм):



1-расм. Оқилона дивиденд сиёсати орқали эришиш мумкин бўлган натижалар¹

Юқоридаги 1-расм маълумотларини кенгроқ баён этган ҳолда қуйидагиларни алоҳида таъкидлашимиз лозим:

Биринчидан, АЖлари томонидан дивиденд тўловларининг доимий равишда амалга оширилиши АЖининг инвестицион жозибадорлигига хизмат қилади. Бундай ҳолатда корпоратив облигация муомалага чиқариш ёки банк кредитлари жалб қилишга нисбатан қўшимча акция эмиссияси ҳисобига молиявий ресурс жалб қилиш нисбатан кам харажат талаб қилади. Чунки мунтазам дивиденд тўловларининг амалга оширилаётганлигининг ўзи инвесторнинг қизиқишига сабаб бўлади.

Иккинчидан, мамлакатимизда ўрта мулкдорлар синфини шакллантиришга алоҳида эътибор қаратилаётган бир вақтда дивиденд сиёсатинг оқилона юритилиши ҳам маълум даражада мазкур вазифанинг бажарилишига хизмат қилади, деб ўйлаймиз. Чунки дивиденд кўринишидаги даромадларга қизиқтириш орқали аҳоли қўлидаги бўш пул маблағларини АЖлари фаолиятини кенгайтириш мақсадида жалб қилиш мумкин. Бунинг натижасида ўрта мулкдорлар синфининг шаклланиши билан бир вақтда аҳоли даромадларининг ҳам мунтазам ўсиб боришига эришилади.

Учинчидан, бозор иқтисодиёти шароитида корпоратив бирлашишлар ва қўшиб олишлар амалиёти тез-тез учраб туради. Аксарият ҳолатларда қўшиб олишлар амалиёти акциялар назорат пакетини қўлга киритиш орқали амалга оширилади. АЖлари томонидан дивиденд тўловларининг мунтазам равишда амалга оширилмаслиги ёки паст даражада амалга оширилиши акциядорларнинг

¹ Манба: Муаллиф томонидан тузилган.

норозилигига олиб келиши, бу ўз навбатида акцияларнинг бошқа шахсларга, хусусан “душман” компаниялар акциядорларига сотилишига сабаб бўлади. Натижада эса назорат пакетининг қўлдан чиқиши оқибатида акциядорлик жамияти бошқа компания, хусусан хорижий компаниялар томонидан қўшиб олиниши юз беради. Айнан қўшиб олинишдан ҳимояланиш мақсадида АЖлари дивиденд сиёсатидан фойдаланишлари мумкин. Яъни бозор даромадлигидан келиб чиққан ҳолда акциядорни дивиденд кўринишидаги даромад билан таъминлаш ўз-ўзидан қўшиб олишлардан ҳимоя вазифасини ўтайди.

Тўртинчидан, бугунги кунда АЖлари фаолиятини молиялаштиришда миллий молия бозорларидан капитал жалб қилиш билан бир вақтда халқаро молия бозорларидан капитал жалб қилиш амалиёти ҳам халқаро амалиётда кенг қўлланилмоқда. Бунда акцияларни халқаро фонд биржаларида очик обуна тарзида жойлаштириш (IPO) орқали хорижий капитални жалб қилиш масаласига алоҳида эътибор қаратилади. АЖлари томонидан IPO ўтказиш учун эса йиллаб тайёргарлик кўрилади, потенциал инвесторлар олдида бориб тақдимотлар ўтказилади. Тақдимотлар жараёнида инвесторни қизиқтирадиган энг асосий жиҳатлардан бири эса бевосита акция даромадлиги кўрсаткичидир. Шу боисдан оқилона дивиденд сиёсатини юритиб бориш ўз навбатида акцияларни халқаро фонд биржаларига олиб чиқиш учун асос вазифасини бажаради, дея оламиз.

Амалдаги тартибга кўра, АЖлари молия йилининг биринчи чораги, ярим йиллиги, тўққиз ойи натижаларига кўра ва (ёки) молиявий йил натижаларига кўра жойлаштирилган акциялар бўйича дивидендлар тўлаш тўғрисида қарор қабул қилишга ҳақли. Шундан келиб чиққан ҳолда “Хоразм шакар” қўшма корхонаси АЖ мисолида дивиденд таҳлилини кўриб чиқамиз (1-жадвал).

1-жадвал

“Хоразм шакар” қўшма корхонаси АЖ томонидан эълон қилинган дивидендлар ҳақида маълумот²

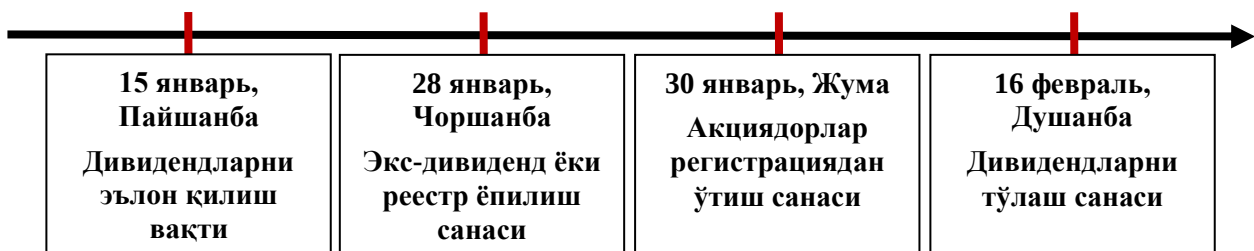
№	Оддий акция бўйича		Акциялар умумий сони	Дивиденд тўлаш тўғрисидаги қарор қайси давр якунига кўра	Дивиденд тўлаш тугалланиши	Умумий дивиденд миқдори
	Сўмда	Акция даромадлиги, фоизда				
1	13 521,40	135,2	1420000	молия йили	21.02.2014	19200388000
2	9498,7	94,98	1420000	1-чорак	23.06.2014	13488154000
3	3 184,96	63,69	2840000	молия йили	25.04.2015	9045286400
4	5056,18	101,12	2840000	ярим йиллик	20.09.2015	14359551200
5	3065,22	61,3	2840000	9 ойлик	21.12.2015	8705224800

1-жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, “Хоразм шакар” қўшма корхонаси АЖи томонидан 2014 молия йилида 1,42 млн дона оддий акция бўйича икки марта ва 2015 молия йилида эса 2,84 млн дона оддий акция бўйича

² Манба: csm.gov.uz – Қимматли қозғалар бозорини ривожлантириш ва мувофиқлаштириш маркази вебсайтида эълон қилинган 16-муҳим фактлар асосида муаллиф томонидан тузилди.

3 марта дивиденд тўловлари амалга оширилган. АЖи имтиёзли акциялар муомалага чиқармаган. Бунда акциялар сони ўзгариши амалдаги қонунчилик асосида акциялар номинал баҳоси бўйича белгилаб қўйилган максимал қийматдан келиб чиққан ҳолда акцияларни майдалаш ҳисобига юз берган ва ва бугунги кунда АЖи акцияси номинал баҳоси 5000 сўмни ташкил этади. Жадвалда келтирилган акция даромадлилиги кўрсаткичи эълон қилинган дивиденд миқдорининг акция номиналига нисбатан фоизда аниқланган бўлиб, мазкур кўрсаткич қўшма корхонада дивиденд миқдори анча юқорилигини кўрсатиб турибди.

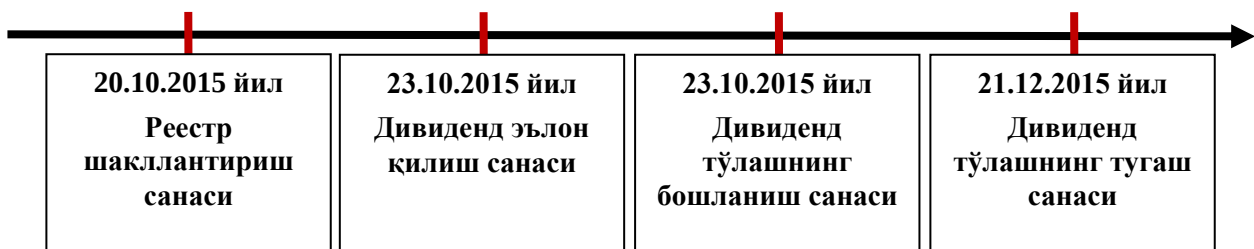
Ривожланган мамлакатларда дивидендларни тўлаш аниқ саналар бўйича қуйидаги босқичлар асосида амалга оширилади (2-расм):



2-расм. Халқаро амалиётда дивиденд тўлаш жараёни схемаси [3]

Бунда дивидендларни эълон қилиш вақти акциядорлар умумий йиғилиши қарори асосида директорлар кенгаши томонидан дивиденд суммаси ва тўлаш муддатлари белгиланиш вақтини ўзида акс эттиради. Экс-дивиденд ёки реестр ёпилиш санаси қайси санадаги реестр бўйича дивиденд тўланишиниши англатади ва бу санада одатда, акциялар курси эълон қилинган дивиденд миқдорига камаяди. Регистрациядан ўтиш санасига қадар акциядорлар рўйхатдан ўтиши лозим бўлади ва дивидендларни тўлаш санасида эса регистрациядан ўтган акциядорларга дивиденд чеклари юборилади.

Миллий амалиётда эса дивиденд тўлаш жараёни қуйидаги кетма-кетлик асосида ташкил этилади (3-расм).



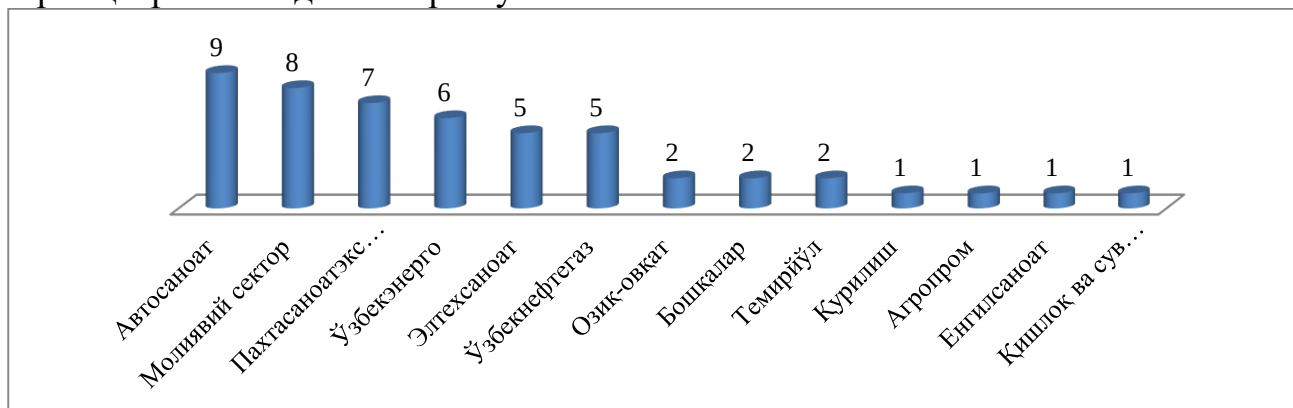
3-расм. “Хоразм шакар” қўшма корхонаси АЖи мисолида дивиденд тўлаш жараёни босқичлари³

Бунда реестр акциядорлар умумий йиғилишидан уч иш куни олдин тузилади ва айнан шу реестрга киритилган акциядорларга дивиденд тўланиши миллий қонунчиликда белгилаб қўйилган. Дивиденд тўлаш тўғрисидаги умумий йиғилиш қарори қабул қилиниши дивиденд эълон қилинганлигини англатади ва қарорда дивиденд тўлашнинг бошланиш ва тугалланиш

³ Манба: Қўшма корхонанинг 2015 йил 23 октябрда эълон қилган 16-муҳим факти асосида муаллиф томонидан тузилди. <http://openinfo.csm.gov.uz/view.php?tbl=accruals&id=1309>

саналарини белгилаш шарт. Фикримизча, дивиденд тўлаш жараёнини кетма-кетлигини халқаро тажарибага уйғунлаштириш лозим.

АЖлари тўланадиган дивидендлар миқдори тўғрисидаги маълумотларни Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш ва мувофиқлаштириш маркази ва жамиятнинг расмий вебсайтларида қонун ҳужжатларида белгиланган муддатларда 16-муҳим факт сифатида эълон қилиб боради. Қуйида 2014-2015 йилларда Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш ва мувофиқлаштириш маркази вебсайтида эълон қилинган АЖлари дивиденд тўловлари таҳлилини тармоқлар кесимида келтириб ўтамыз.

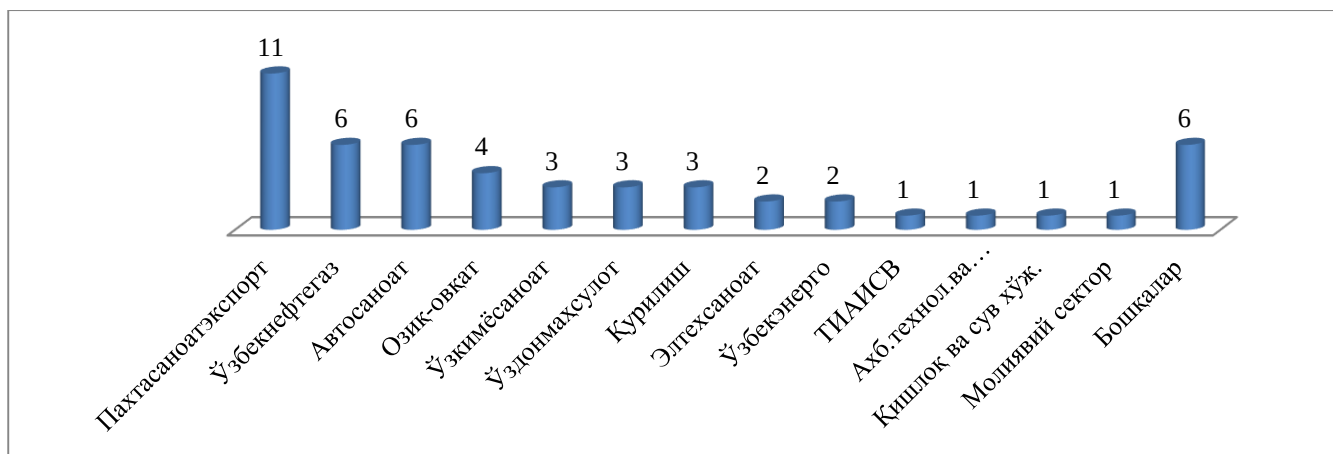


4-расм. 2014 йилда оддий акциялар бўйича номиналга нисбатан 22,9 фоиз ва ундан юқори дивиденд тўлаган элликта АЖнинг тармоқлар кесимидаги сони⁴

Юқоридаги 4-расм маълумотларидан кўриниб турибдики, 2014 йилда акциялар номиналига нисбатан энг юқори дивиденд тўлаган 50 та АЖ таҳлил қилинганда Ўзавтосаноат АК таркибидаги АЖлари, хусусан вилоятлардаги “Автотеххизмат” АЖларини алоҳида ажратиб кўрсатиш мумкин. Шунингдек, молиявий секторда фаолият кўрсатаётган саккизта АЖ, хусусан 4 та тижорат банки ҳам юқори миқдорда дивиденд тўлаган АЖлари 50 талигига киришга муваффақ бўлган. Пахтасаноатэкспорт тизимида фаолият кўрсатувчи 7 та АЖ ҳам юқори миқдорда дивиденд тўлаганлигини қайд этиб ўтишимиз лозим.

2015 йилда дивиденд тўловларини амалга оширган АЖлари таҳлил қилинганда энг юқори 50 таликдан акциялари номинал баҳосига нисбатан 16,37 фоиз ва ундан юқори дивиденд тўлаган АЖлари ўрин олган (5-расм).

⁴ Манба: csm.gov.uz – Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш ва мувофиқлаштириш маркази вебсайтида эълон қилинган 16-муҳим фактлар асосида муаллиф томонидан тузилди.



5-расм. 2015 йилда оддий акциялар бўйича номиналга нисбатан 16,37 фоиз ва ундан юқори дивиденд тўлаган элликта АЖининг тармоқлар кесимидаги сони⁵

5-расм маълумотларидан кўриниб турибдики, Пахтасаноатэкспорт холдинг компанияси таркибидаги АЖлари юқори дивиденд тўлаган. Шунингдек, Ўзбекнефтегаз ва Ўзавтосаноат таркибидаги 6 тадан АЖ ҳам тузиб чиқилган рейтингга кирган.

Дивиденд тўловларини амалга оширган АЖларининг энг юқори 50 талиги рейтинги бўйича энг паст кўрсаткич 2014 йилда акция номинал баҳосига нисбатан 22,9 фоизни ташкил этган бўлса, 2015 йилда бу кўрсаткич 14,37 фоизга тенг бўлган. Бундай пасайиш сабабини Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 4 мартдаги «2015-2019 йилларда ишлаб чиқаришни таркибий ўзгартириш, модернизация ва диверсификация қилишни таъминлаш бўйича чора-тадбирлар дастури тўғрисида»ги Фармони асосида иқтисодиёт секторлари бўйича 2015 йил давомида АЖлари томонидан янги лойиҳалар амалга оширила бошланганлиги, ишлаб чиқариш ва хизмат кўрсатиш жараёнларини янгилаш ва кенгайтиришга, инновация технологияларини кенг жорий этишга алоҳида эътибор қаратилаётганлиги билан изоҳлашимиз мумкин.

Мамлакатимизда қатор йиллардан буён дивидендлар ва фоизлар тарзида тўланадиган даромадларга нисбатан тўлов манбаида ундириладиган 10 фоизлик солиқ ставкаси амал қилиб келмоқда. Фикримизча, фойда солиғи ставкаси 7,5 фоиз бўлиб турган ҳолатда дивидендларга нисбатан солиқ ставкасини ҳам пасайтириш мақсадга мувофиқ. Чунки молиявий-хўжалик фаолиятини кенгайтириш натижасида эришилган натижадан 7,5 солиқ тўлаш, олинган ноаниқ бўлган дивиденд бўйича тўланадиган 10 фоизлик солиқдан афзал, албатта.

АЖлари акциялари номинал баҳоси таҳлил қилинганда айримларида бир сўмлик, шунингдек Универсал суғурта акциядорлик суғурта компанияси томонидан бир тийинлик акция муомалага чиқарилганлигини кўришимиз мумкин. АЖларига хорижий инвесторларни жалб қилиш масаласи қўйилган

⁵ Манба: csm.gov.uz – Қимматли қозғалар бозорини ривожлантириш ва мувофиқлаштириш маркази вебсайтида эълон қилинган 16-муҳим фактлар асосида муаллиф томонидан тузилди.

вақтда акция номинал баҳосининг бундай пастлиги таклиф жараёнида маълум бир муаммоларни юзага келтиради. Чунки бир сўмлик ёки бир тийинлик акцияни хорижий инвесторларга эркин алмаштириладиган валютада таклиф қилиш ўзига хос қийинчилик туғдиради. Кейин келтириладиган номинал баҳодаги акция бўйича дивиденд миқдори ҳақида сўз юритиш яна бир ўзига хос жиҳат. Айнан шундан келиб чиққан ҳолда акция номинал баҳоси бўйича минимал миқдорни ҳам белгилаш лозим, деб ўйлаймиз.

Ўрганишлар, ўтказилган таҳлиллар ва тадқиқотларимиз натижаси сифати қуйидаги хулосалар, илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилди:

Биринчидан, АЖЛарининг самарали дивиденд сиёсати қўшимча молиявий ресурслар жалб қилиш, аҳоли даромадларини ошириш ва ўрта мулкдорлар синфини шакллантириш, қўшиб олишлардан ғимояланиш, IPO ўтказиш орқали акцияларни халқаро фонд биржаларида жойлаштириш натижасида хорижий капитал жалб қилишга хизмат қилади.

Иккинчидан, давлат бюджети даромадлар таркибида юқори улушга эга бўлмаган дивидендлар бўйича тўлов манбаида ундириладиган 10 фоизлик солиқ ставкасини босқичма-босқич пасайтириб бориш мақсадга мувофиқ. Чунки, фойда солиғи ставкаси 7,5 фоиз бўлиб турган бир вақтда дивиденд бўйича 10 фоизлик солиқ ставкасининг қўлланилиши маълум даражада маҳаллий инвесторларнинг фонд бозоридаги фаолиятига салбий таъкир кўрсатиши мумкин.

Учинчидан, АЖЛари фаолиятига хорижий инвесторларни жалб қилишга алоҳида эътибор қаратиладиган бир вақтда акциялар номинал баҳоси бўйича минимал миқдорни қонунчиликда белгилаб қўйиш мақсадга мувофиқ. Чунки акция номинал баҳоси қанчалик паст бўлса, ўз навбатида дивиденд миқдори ҳам паст бўлади. Натижада акцияни эркин алмаштириладиган валютада хорижий инвесторга таклиф этиш жараёнида маълум бир мураккаблик юзага келиши мумкин.

Фойдаланилган адабиётлар

1. Ўзбекистон Республикаси “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ғимоя қилиш тўғрисида”ги Қонуни. 2014 йил 6 май.
2. Каримов И.А. Бош мақсадимиз – мавжуд қийинчиликларга қарамасдан, олиб бораётган ислохотларни, иқтисодиётимизда таркибий ўзгаришларни изчил давом эттириш, хусусий мулкчилик, кичик бизнес ва тадбиркорликка янада кенг йўл очиб бериш ҳисобидан олдинга юришдир.
<http://uza.uz/oz/politics/uzbekiston-respublikasi-prezidenti-islom-karimovning-mamlakat-16-01-2016>.
3. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan. Fundamentals of Corporate Finance. Standard edition. McGraw-Hill/Irwin, New York, 2013. – 824 p.
4. csm.gov.uz – Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш ва мувофиқлаштириш маркази расмий вебсайти

