

DIVIDEND SIYOSATI VA KAPITAL O'SISHI O'RTASIDAGI BOG'LIQLIK

Norqulov Mirsaid To'liqin o'g'li

Termiz davlat universiteti
i.f.f.d., PhD. o'qituvchisi

Annotatsiya

Mazkur tadqiqotda O'zbekiston aksiyadorlik jamiyatlarida dividend siyosati va kapital o'sishi o'rtasidagi bog'liqlik empirik jihatdan baholandi. Tadqiqotda 2018-2024-yillar davomida Toshkent respublika fond birjasida listingda bo'lgan 24 ta kompaniyaning panel ma'lumotlari tahlil qilindi. Fixed Effects regressiya modeli asosida dividend to'lov koeffitsiyenti, o'z kapitali rentabelligi, leveraj va sotuv o'sishining kapital o'sishiga ta'siri aniqlashtirildi. Natijalar dividend to'lovlari ortishi kapital o'sishi sur'atini pasaytirishini, yuqori rentabellik esa ushbu ta'sirni qisman muvozanatlashtirishini ko'rsatdi. Tadqiqot asosida emitentlar uchun optimal dividend siyosati bo'yicha amaliy tavsiyalar ishlab chiqildi. Olingan natijalar korporativ moliyaviy boshqaruv samaradorligini oshirishda amaliy ahamiyat kasb etdi.

Kalit so'zlar: dividend siyosati, kapital o'sishi, aksiyadorlik jamiyati, panel regressiya, ROE, DPR, korporativ moliya, kapital bozori, investitsiya, emitent

Аннотация

В данном исследовании эмпирически оценивалась взаимосвязь между дивидендной политикой и ростом капитала акционерных обществ Узбекистана. В работе были проанализированы панельные данные 24 компаний, находившихся в листинге Республиканской фондовой биржи Ташкента в 2018-2024 годах. На основе модели Fixed Effects была определена степень влияния коэффициента дивидендных выплат, рентабельности собственного капитала, финансового левериджа и роста продаж на рост капитала компаний. Результаты показали, что увеличение дивидендных выплат снижало темпы роста капитала, тогда как высокая рентабельность частично компенсировала данный эффект. По итогам исследования были разработаны практические рекомендации по формированию оптимальной дивидендной политики эмитентов. Полученные результаты имели практическое значение для повышения эффективности корпоративного финансового управления.

Ключевые слова: дивидендная политика, рост капитала, акционерное общество, панельная регрессия, ROE, DPR, корпоративные финансы, рынок капитала, инвестиции, эмитент

Abstract

This study empirically evaluated the relationship between dividend policy and capital growth in joint-stock companies of Uzbekistan. The research analyzed panel data from 24 companies listed on the Tashkent Republican Stock Exchange during 2018-2024. Using the Fixed Effects regression model, the effects of dividend payout ratio, return on equity, leverage, and sales growth on capital growth were estimated. The findings showed that higher dividend payouts reduced capital growth rates, while higher profitability partially offset this effect. Based on the empirical results, practical recommendations for establishing an optimal dividend policy for issuers were

developed. The study findings contributed to improving the effectiveness of corporate financial management and capital allocation decisions.

Keywords: dividend policy, capital growth, joint-stock company, panel regression, ROE, DPR, corporate finance, capital market, investment, issuer

KIRISH

Dividend siyosati korporativ moliyaning muhim yoʻnalishlaridan biri hisoblanib, aksiyadorlik jamiyatlarining moliyaviy barqarorligi, investitsion faolligi va kapital oʻsish surʼatlariga bevosita taʼsir koʻrsatadi. Kompaniyalar sof foydani dividend sifatida taqsimlash yoki uni qayta investitsiya qilish orqali uzoq muddatli rivojlanishni moliyalashtirish oʻrtasida strategik tanlovni amalga oshiradi. Shu sababli dividend siyosati korporativ boshqaruv samaradorligi hamda kompaniya qiymatini oshirishning muhim moliyaviy instrumenti sifatida qaraladi.

Zamonaviy iqtisodiy sharoitda kapital bozorlari rivojlanishi, investorlar faolligining ortishi va korporativ boshqaruv standartlarining takomillashuvi dividend qarorlarining ahamiyatini yanada kuchaytirmoqda. Xalqaro ilmiy tadqiqotlarda dividend siyosati kompaniyaning bozor qiymati, aksiyalar rentabelligi va investitsion jozibadorligiga taʼsir etuvchi asosiy omillardan biri sifatida baholanadi. Ayniqsa rivojlanayotgan iqtisodiyotlarda dividend siyosati investorlar uchun korxonaning moliyaviy holati va kelajakdagi rivojlanish imkoniyatlarini ifodalovchi muhim signal vazifasini bajaradi.

Oʻzbekiston kapital bozorida ham soʻnggi yillarda aksiyadorlik jamiyatlari faoliyati, korporativ boshqaruv sifati va moliyaviy ochiqlik darajasida sezilarli oʻzgarishlar kuzatilmoqda. Emitentlar tomonidan dividend toʻlovlari amaliyoti kengayib borayotgani bilan birga, foydaning qayta investitsiyaga yoʻnaltirilishi va kapital oʻsishini taʼminlash oʻrtasidagi muvozanat masalasi dolzarb ahamiyat kasb etmoqda. Yuqori dividend toʻlovlari investorlar manfaatini qisqa muddatda qoʻllab-quvvatlashi mumkin, biroq uzoq muddatli kapital oʻsishi uchun ichki moliyaviy resurslarning yetarliligi ham muhim hisoblanadi.

Mazkur tadqiqotning dolzarbligi dividend siyosati va kapital oʻsishi oʻrtasidagi bogʻliqlikni Oʻzbekiston aksiyadorlik jamiyatlari misolida empirik baholash zarurati bilan izohlanadi. Tadqiqotda dividend toʻlov koeffitsiyenti, rentabellik, moliyaviy leveraj va sotuvlar oʻsishining kapital oʻsishiga taʼsiri panel maʼlumotlar asosida tahlil qilindi. Olingan natijalar korporativ moliyaviy boshqaruv samaradorligini oshirish hamda emitentlar uchun optimal dividend siyosatini shakllantirishda amaliy ahamiyat kasb etadi.

ADABIYOTLAR SHARHI

Dividend siyosati va kapital oʻsishi oʻrtasidagi bogʻliqlik korporativ moliya nazariyasining eng muhim yoʻnalishlaridan biri sifatida xalqaro ilmiy adabiyotlarda keng tadqiq qilingan. Klassik nazariy yondashuv M. Miller va F. Modigliani tomonidan ishlab chiqilgan boʻlib, ular mukammal kapital bozori sharoitida dividend siyosati kompaniya qiymatiga sezilarli taʼsir koʻrsatmasligini asoslab berganlar [1]. Mazkur yondashuv korporativ moliya nazariyasida “dividend irrelevantligi” konsepsiyasi

sifatida shakllangan. Biroq keyingi ilmiy tadqiqotlar real bozor sharoitida dividend qarorlarining investorlarga axborot signali sifatida ta'sir qilishini ko'rsatdi.

M. Gordon va J. Lintner tadqiqotlarida dividendlarning investorlar uchun barqaror daromad manbai sifatidagi roli asoslangan bo'lib, ular yuqori dividend to'lovlari aksiyalar qiymatini qo'llab-quvvatlashini ta'kidlaganlar [2; 3]. Ushbu yondashuv "bird-in-hand" nazariyasi sifatida korporativ moliya amaliyotida keng qo'llanila boshladi. Keyinchalik S. Bhattacharya hamda M. Miller va K. Rock tomonidan rivojlantirilgan signalizatsiya nazariyasida dividend to'lovlari kompaniyaning kelajakdagi moliyaviy holati haqida investorlarga ijobiy signal beruvchi omil sifatida talqin qilingan [4]; [5].

Dividend siyosatining korporativ boshqaruv bilan bog'liqligi agentlik nazariyasi doirasida ham keng o'rganilgan. M. Jensen va W. Meckling korporatsiyalarda menejerlar hamda aksiyadorlar manfaatlari o'rtasidagi tafovutni kamaytirishda dividend siyosati muhim mexanizm ekanligini asoslab berganlar [6]. M. Jensen tomonidan ishlab chiqilgan "erkin pul oqimi" konsepsiyasiga ko'ra, dividend to'lovlari kompaniya mablag'laridan foydalanish samaradorligini oshirishga xizmat qiladi [7]. F. Easterbrook dividend siyosatini korporativ intizomni mustahkamlovchi instrument sifatida baholagan [8].

Soliq omillari dividend siyosatiga ta'sir qiluvchi muhim determinantlardan biri sifatida R. Litzenberger va K. Ramaswamy tadqiqotlarida tahlil qilingan [9]. Ularning ilmiy xulosalariga ko'ra, dividend daromadlari va kapital o'sishidan olinadigan daromadlar bo'yicha soliq yukining farqlanishi investorlarning moliyaviy qarorlariga bevosita ta'sir ko'rsatadi. Shuningdek, H. DeAngelo, L. DeAngelo va R. Stulz kompaniyaning rivojlanish bosqichi dividend siyosatini shakllantirishda muhim omil ekanligini empirik jihatdan asoslab berganlar [10]. M. Baker va J. Wurgler esa investorlarning bozor kutilmalari dividend qarorlariga ta'sir qilishini ko'rsatganlar [11].

Empirik tadqiqotlarda dividend siyosati va kapital o'sishi o'rtasidagi bog'liqlik rivojlanayotgan iqtisodiyotlar misolida ham keng o'rganilgan. J. Aharony va I. Swary hamda P. Healy va K. Palepu dividend e'lonlari aksiyalar bozor qiymatiga qisqa muddatli ijobiy ta'sir ko'rsatishini aniqlaganlar [12; 13]. C. Adaoglu Turkiya fond bozori misolida dividend siyosati barqarorligi kapital o'sishiga ta'sir etishini ko'rsatgan [14]. V. Aivazian, L. Booth va S. Cleary rivojlanayotgan mamlakatlarda dividend to'lovlari va kapital o'sishi o'rtasida teskari bog'liqlik mavjudligini empirik jihatdan asoslab berganlar [15]. S. Naceur va hammualliflar tadqiqotlarida esa dividend to'lovlari ortishi kompaniya kapitalining o'sish sur'atini sekinlashtirishi qayd etilgan [16].

Dividend siyosatining zamonaviy tendensiyalari E. Fama va K. French tomonidan ham tadqiq qilingan bo'lib, ular global korporativ amaliyotda dividend to'lovchi kompaniyalar ulushi kamayib borayotganini qayd etganlar [17]. Bu holat kompaniyalarning foydani qayta investitsiya qilish orqali uzoq muddatli kapital o'sishini qo'llab-quvvatlashga intilishi bilan izohlanadi.

O‘zbekiston iqtisodiy adabiyotlarida ham dividend siyosati va korporativ moliya masalalari bo‘yicha qator ilmiy tadqiqotlar olib borilgan. Sh. Sharofiddinov aksiyadorlik jamiyatlarining dividend siyosati va investorlar manfaatlarini o‘rtasidagi bog‘liqlikni tahlil qilgan [19]. M. Mirsoatov korporativ moliya va kapital bozori mexanizmlarini milliy iqtisodiyot sharoitida yoritgan [20]. D. Karimov tomonidan O‘zbekiston fond bozorida emitentlarning dividend taqsimoti amaliyoti empirik jihatdan baholangan [21]. Shuningdek, Toshkent Respublika Fond Birjasi hisobotlari milliy emitentlarning dividend siyosati va bozor kapitallashuvi dinamikasini tahlil qilish uchun muhim axborot manbasi bo‘lib xizmat qilgan [22].

Adabiyotlar tahlili shuni ko‘rsatdiki, dividend siyosati va kapital o‘sishi o‘rtasidagi bog‘liqlik bo‘yicha xalqaro ilmiy yondashuvlar shakllangan bo‘lsa-da, O‘zbekiston aksiyadorlik jamiyatlari misolida panel ma’lumotlar asosida kompleks empirik tadqiqotlar yetarli darajada rivojlanmagan. Shu sababli mazkur tadqiqot dividend siyosati va kapital o‘sishi o‘rtasidagi munosabatni milliy kapital bozori sharoitida baholash orqali mavjud ilmiy bo‘shliqni to‘ldirishga xizmat qiladi.

METODOLOGIYA

Tadqiqotda 2018-2024-yillar oralig‘ida Toshkent Respublika fond birjasi “A” va “B” listing toifalarida muomalada bo‘lgan 24 ta aksiyadorlik jamiyatining yillik moliyaviy hisobotlari hamda birja statistikasi asosida shakllantirilgan panel ma’lumotlardan foydalanildi. Tanlovga bank, neft-gaz, kimyo, energetika, oziq-ovqat va telekommunikatsiya tarmoqlarida faoliyat yurituvchi kompaniyalar kiritildi.

Kompaniyalarni tanlashda uchta asosiy mezon belgilandi: birinchidan, kompaniya butun tadqiqot davri davomida fond birjasida muomalada bo‘lgan bo‘lishi; ikkinchidan, kamida bir marta dividend to‘lash bo‘yicha qaror qabul qilgan bo‘lishi; uchinchidan, auditdan o‘tgan moliyaviy hisobotlarini jamoatchilikka taqdim etgan bo‘lishi. Natijada 24 ta kompaniya va 7 yillik davrni qamrab oluvchi, jami 168 ta firma-yil kuzatuvdan iborat balanslashgan panel ma’lumotlar bazasi shakllantirildi.

Tadqiqotda quyidagi o‘zgaruvchilar qo‘llanildi.

1-jadval

Modelda qo‘llanilgan o‘zgaruvchilarning ta’rifi va hisoblash usuli

Belgilanishi	Nomi	Hisoblash formulasi	Turi
CG	Kapital o‘sishi	$(MC_t - MC_{t-1}) / MC_{t-1}$	Bog‘liq
DPR	Dividend to‘lov koeffitsiyenti	Dividend to‘lovi / Sof foyda	Mustaqil
ROE	O‘z kapitali rentabelligi	Sof foyda / O‘z kapital	Nazorat
LEV	Moliyaviy leveraj	Jami qarz / Jami aktiv	Nazorat
SIZE	Kompaniya hajmi	$\ln(\text{Jami aktivlar})$	Nazorat
GROWTH	Sotuv o‘sishi	$(S_t - S_{t-1}) / S_{t-1}$	Nazorat
AGE	Kompaniya yoshi	$\ln(\text{Kompaniya yoshi} + 1)$	Nazorat

Dividend siyosati va kapital o‘sishi o‘rtasidagi bog‘liqlikni aniqlash uchun panel ma’lumotlarga asoslangan ko‘p omilli regressiya modeli tuzildi:

$$CG_{it} = \alpha + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

bu yerda i - kompaniya indeksi, t - vaqt indeksi, μ_i - kompaniyaga xos kuzatilmaydigan individual ta'sir, ε_{it} - tasodifiy xato hadidir.

Modelni baholashda dastlab Hausman testi orqali qo'zg'almas ta'sirlar modeli va tasodifiy ta'sirlar modeli o'rtasida tanlov amalga oshirildi. Hausman testi natijasi $\chi^2 = 17,42$ va $p = 0,008$ bo'lganligi sababli qo'zg'almas ta'sirlar modeli tanlandi.

Model ishonchliligini tekshirish uchun bir nechta diagnostik testlardan foydalanildi. Multikollinearlik VIF ko'rsatkichi orqali, geteroskedastiklik Wald testi orqali, autokorrelyatsiya esa Wooldridge testi orqali baholandi. Geteroskedastiklik mavjudligi aniqlangani sababli yakuniy baholashda Driscoll-Kraay standart xatolaridan foydalanildi.

Nazariy yondashuvlar asosida quyidagi gipotezalar shakllantirildi:

H1: Dividend to'lov koeffitsiyentining oshishi kompaniya kapitali o'sishiga salbiy ta'sir ko'rsatadi.

H2: O'z kapitali rentabelligi yuqori bo'lgan kompaniyalarda dividend to'lov koeffitsiyenti va kapital o'sishi o'rtasidagi salbiy bog'liqlik nisbatan sustlashadi.

H3: Sotuv hajmi tez o'sayotgan kompaniyalarda kapital o'sishi yuqoriroq bo'ladi.

TAHLIL VA NATIJALAR

Tanlovga kiritilgan kompaniyalar bo'yicha o'zgaruvchilarning tavsifiy statistikasi 2-jadvalda keltirilgan. Kuzatuvlar soni $N = 168$. Dividend to'lov koeffitsiyentining o'rtacha qiymati 0,412 ni tashkil etgan bo'lib, bu O'zbekiston emitentlari sof foydaning o'rtacha 41,2 foizini aksiyadorlarga taqsimlashga moyilligini ko'rsatadi. Kapital o'sishining yillik o'rtacha sur'ati 14,3 foiz bo'lgan, biroq standart og'ish (0,287) yuqori bo'lib, bu kompaniyalar o'rtasidagi katta tafovutlardan dalolat beradi.

2-jadval

Asosiy o'zgaruvchilarning tavsifiy statistikasi (N = 168)¹

O'zgaruvchi	O'rtacha	Mediana	St. og'ish	Min	Max
CG	0,143	0,118	0,287	-0,312	0,892
DPR	0,412	0,385	0,193	0,000	0,950
ROE	0,162	0,148	0,094	0,021	0,418
LEV	0,471	0,463	0,168	0,128	0,827
SIZE	13,42	13,18	1,463	10,84	16,71
GROWTH	0,196	0,172	0,217	-0,184	0,738
AGE	3,127	3,178	0,584	1,946	4,317

Pearson korrelyatsiya koeffitsiyentlari matritsasi (3-jadval) DPR va CG o'rtasida -0,408 darajadagi statistik ahamiyatli teskari bog'liqlik mavjudligini ko'rsatadi ($p < 0,01$). Bundan tashqari, ROE va CG o'rtasida +0,521 darajadagi musbat bog'liqlik aniqlandi. Mustaqil o'zgaruvchilar orasidagi eng yuqori korrelyatsiya $|0,387|$ dan oshmagani sababli, multikollinearlik muammosi sezilarli emas. Bu xulosa VIF baholari (eng yuqori - 1,87) bilan ham tasdiqlanadi.

¹ Muallif ishlanmasi

3-jadval
Pearson korrelyatsiya matritsasi¹

O'zgaruvchi	CG	DPR	ROE	LEV	SIZE	GROWTH
CG	1,000	-	-	-	-	-
DPR	-0,408**	1,000	-	-	-	-
ROE	0,521**	-0,194*	1,000	-	-	-
LEV	-0,237*	0,108	-0,168	1,000	-	-
SIZE	0,184*	0,217*	0,251*	0,193*	1,000	-
GROWTH	0,387**	-0,151	0,318**	-0,082	0,142	1,000

(* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$)

Qo'zg'almas ta'sirlar modeli (Fixed Effects) doirasida baholangan tenglama (1) natijalari 4-jadvalda taqdim etilgan. Modelning umumiy tushuntirish kuchi $R^2 = 0,587$ bo'lib, mustaqil o'zgaruvchilar kapital o'sishidagi o'zgarishlarning 58,7 foizini tushuntiradi. F-statistika qiymati 24,16 ($p < 0,001$) butun model statistik jihatdan ahamiyatli ekanligini ko'rsatadi.

4-jadval
Fixed Effects panel regressiya natijalari²

O'zgaruvchi	Koeffitsiyent (β)	St. xato	t-statistika	p-qiymat
Konstanta (α)	-0,418	0,167	-2,503	0,013*
DPR	-0,317	0,094	-3,372	0,001**
ROE	0,684	0,143	4,783	0,000**
LEV	-0,196	0,087	-2,253	0,025*
SIZE	0,047	0,019	2,474	0,014*
GROWTH	0,283	0,062	4,565	0,000**
AGE	-0,034	0,041	-0,829	0,408
N (kuzatuvlar)	168	R²	0,587	F = 24,16**

(* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$)

Modelning markaziy natijasi DPR koeffitsiyentining -0,317 qiymatga teng va 1 foiz darajasida statistik ahamiyatga ega bo'lishidir. Bu shuni anglatadiki, ceteris paribus, dividend to'lov koeffitsiyentining 1 punktga ortishi kapitalning yillik o'sish sur'atini taxminan 0,317 foiz punktga pasaytiradi. Mazkur natija H1 gipotezasini tasdiqlaydi va Miller-Modiglianining «irrelevantlik» tezisini O'zbekiston sharoiti uchun rad etadi. Bu xulosa Aivazian, Booth va Cleary (2003) tomonidan rivojlanayotgan bozorlar bo'yicha olib borilgan tadqiqot natijalariga muvofiq keladi.

ROE koeffitsiyenti +0,684 ($p < 0,01$) qiymatga ega bo'lib, kapital o'sishini belgilashda eng kuchli omil ekanligi ma'lum bo'ldi. O'z kapitali rentabelligi yuqori bo'lgan kompaniyalar dividend to'laganda ham yuqori sur'atda o'sishni saqlab qola olishi mumkin, bu esa H2 gipotezasini bilvosita tasdiqlaydi. Leveridj (LEV) koeffitsiyentining -0,196 qiymati qarz yuki yuqori kompaniyalarda kapital o'sish sur'atining sekinlashishini ko'rsatadi va bu trade-off nazariyasiga mos keladi. GROWTH o'zgaruvchisining koeffitsiyenti +0,283 ($p < 0,01$) sotuv hajmining oshib

¹ Muallif ishlanmasi

² Muallif ishlanmasi

borishi to‘g‘ridan-to‘g‘ri kapital o‘shini rag‘batlantirishini tasdiqlaydi (H3). AGE o‘zgaruvchisi statistik ahamiyatga ega bo‘lmasa-da ($p = 0,408$), uning manfiy ishorasi hayot davri nazariyasi tezislariga mos keladi: yetuk kompaniyalar past sur‘atda o‘sadi.

Empirik modeldan kelib chiqib, 2025-2027 yillar uchun bashorat qilingan kapital o‘sh sur‘atlari uchta dividend siyosati ssenariysi bo‘yicha hisoblab chiqildi (5-jadval). “Konservativ” ssenariy DPR ni 20 foizgacha pasaytirishni, “bazaviy” ssenariy uni hozirgi 41 foiz darajasida saqlashni, “liberal” ssenariy esa uni 60 foizgacha oshirishni nazarda tutadi.

5-jadval

Dividend siyosati ssenariylariga ko‘ra kapital o‘shisi prognozi 2025-2027 yillar¹

Ssenariy	DPR, foizda	Prognozli CG, foizda	Kumulyativ o‘sh 2027-yil, foizda
Hozirgi holat (2024)	41,2	14,3	-
Konservativ (2027)	20,0	21,0	77,4
Bazaviy (2027)	41,2	14,3	49,3
Liberal (2027)	60,0	8,3	27,0

Tahlil natijalariga ko‘ra, DPR ni 41 foizdan 20 foizgacha pasaytirilgan taqdirda, uch yillik istiqbolda kumulyativ kapital o‘shisi 49,3 foizdan 77,4 foizgacha o‘sadi, ya‘ni 28,1 foizli farq yuzaga keladi. Aksincha, liberal ssenariyda kumulyativ o‘sh bor-yo‘g‘i 27,0 foizni tashkil etadi. Bu natija strategik darajada muhim: investorlarning qisqa muddatli dividend talabini qondirish uzoq muddatli kapital o‘shidan voz kechishni anglatadi.

XULOSA VA TAKLIFLAR

Tadqiqot natijalari O‘zbekiston aksiyadorlik jamiyatlari misolida dividend siyosati va kapital o‘shisi o‘rtasida statistik jihatdan ahamiyatli teskari bog‘liqlik mavjudligini ko‘rsatdi. Empirik tahlilning asosiy xulosalari quyidagilardan iborat:

Birinchi, dividend to‘lov koeffitsiyentining 1 punktga ortishi kompaniyaning yillik kapital o‘shisi sur‘atini o‘rtacha 0,317 foiz punktga pasaytiradi. Bu natija Miller-Modiglianining mukammal bozorda dividend irrelevantligi haqidagi tezisini O‘zbekiston bozori sharoitida tasdiqlamaydi va signalizatsiya hamda hayot davri nazariyalari foydasiga dalil keltiradi.

Ikkinchi, o‘z kapitali rentabelligi (ROE) kapital o‘shini belgilovchi eng kuchli omil bo‘lib qoladi. Yuqori ROE ko‘rsatkichiga ega kompaniyalar yetarli dividend to‘laganlarida ham o‘sh sur‘atini saqlab qola olishadi. Bu emitentlar uchun ROE ni oshirish dividend siyosatini moslashtirishdan ham muhimroq strategik yo‘nalish ekanligini ko‘rsatadi.

Uchinchi, moliyaviy leverajning yuqori darajasi ($LEV > 0,5$) kapital o‘shini sezilarli darajada sekinlashtiradi. Bu shuni anglatadiki, qarz yuki katta bo‘lgan

¹ Muallif ishlanmasi

kompaniyalar dividend taqsimotini cheklab, foydaning katta qismini qarzni soʻndirishga yoʻnaltirishlari maqsadga muvofiq.

Olingan natijalarga asoslanib, milliy emitentlar va tartibga soluvchi organlar uchun quyidagi amaliy tavsiyalar shakllantirildi: (1) oʻsish bosqichidagi (lifecycle boʻyicha early-stage) aksiyadorlik jamiyatlari uchun DPR ni 20-30 foiz oraligʻida saqlash maqsadga muvofiq; (2) yetuk kompaniyalar uchun bu koʻrsatkichni 50-70 foizgacha koʻtarish foydadan; (3) RFB tomonidan listingdan oʻtgan emitentlar uchun majburiy «dividend siyosati strategiyasi»ni eʼlon qilish talabini joriy etish lozim; (4) Oʻzbekiston Markaziy banki va Kapital bozorini rivojlantirish agentligi orqali dividend signalizatsiyasi shaffofligini taʼminlovchi mexanizmlar ishlab chiqilishi kerak.

Tadqiqotning cheklovlari sifatida tanlov hajmining nisbatan kichikligi (N = 168), faqat birja listingida ishtirok etayotgan kompaniyalar bilan cheklanganligi va tashqi iqtisodiy zarbalar (COVID-19, geosiyosiy nostabillik) taʼsirining alohida modellanmaganligini koʻrsatish mumkin. Kelgusi tadqiqotlarda dinamik panel modeli (GMM) qoʻllanishi, listingdan tashqari aksiyadorlik jamiyatlari ham tahlilga jalb etilishi va tarmoq boʻyicha geterogenlik tahlili oʻtkazilishi tavsiya etiladi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR ROʻYXATI

1. Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
2. Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105.
3. Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.
4. Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
5. Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
6. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
7. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
8. Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
9. Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 163-195.
10. DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.
11. Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.
12. Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns. *The Journal of Finance*, 35(1), 1-12.

13. Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1988). Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics*, 21(2), 149-175.
14. Adaoglu, C. (2000). Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange corporations. *Emerging Markets Review*, 1(3), 252-270.
15. Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? *Journal of Financial Research*, 26(3), 371-387.
16. Naceur, S. B., Goaied, M., & Belanes, A. (2006). On the determinants and dynamics of dividend policy. *International Review of Finance*, 6(1-2), 1-23.
17. Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
18. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining qarori, 2023-yil 2-sentabr PQ-291-son “Kapital bozorini rivojlantirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi Qarori <https://lex.uz/uz/docs/-6590025>
19. Sharofiddinov, Sh. (2019). O‘zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlarining dividend siyosati: muammolar va istiqbollar. «Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar» ilmiy elektron jurnali, 5, 112-124.
20. Mirsoatov, M. (2021). Korporativ moliya va kapital bozori. Toshkent: «Iqtisod-Moliya», 312 b.
21. Karimov, D. (2023). O‘zbekiston RFBda emitentlarining dividend taqsimotini empirik tahlili. «Moliya va bank ishi» jurnali, 4(78), 45-58.
22. Toshkent Respublika Fond Birjasining yillik hisobotlari (2018-2024). www.uzse.uz



Marketing

ilmiy, amaliy va ommabop jurnali

Muharrir:	Xakimov Ziyodulla Axmadovich
Ingliz tili muharriri:	Tursunov Boburjon Ortiqmirzayevich
Rus tili muharriri:	Kaxramonov Xurshidjon Shuxrat o'g'li
Musahhih:	Karimova Shirin Zoxid qizi
Sahifalovchi va dizaynerlar:	Sadikov Shoxrux Shuxratovich Abidjonov Nodirbek Odijon o'g'li

2026-yil, mart, 3-son

© Materiallar ko'chirib bosilganda "Marketing" ilmiy, amaliy va ommabop jurnali manba sifatida ko'rsatilishi shart. Jurnalda bosilgan material va reklamalardagi dalillarning aniqligiga mualliflar mas'ul. Tahririyat fikri har vaqt ham mualliflar fikriga mos kelavermasligi mumkin. Tahririyatga yuborilgan materiallar qaytarilmaydi.

Mazkur jurnalda maqolalar chop etish uchun quyidagi havolalarga murojaat qilish mumkin. Ilmiy maqola, ommabop maqola, reklama, hikoya va boshqa ilmiy-ijodiy materiallar yuborishingiz mumkin.

Materiallar va reklamalar pullik asosda chop etiladi.

Elektron pochta: info@marketingjournal.uz
Bot: [@marketinjournalbot](https://t.me/@marketinjournalbot)
Tel.: +998977838464, +998939266610
Jurnalning rasmiy sayti: <https://marketingjournal.uz>

Marketing jurnali O'zbekiston Respublikasi Oliy ta'lim, fan va innovatsiyalar vazirligi huzuridagi **Oliy attestatsiya komissiyasi rayosatining 2024-yil 04-oktabrdagi 332/5 sonli qarori** bilan milliy ilmiy nashrlar ro'yxatiga kiritilgan



"Marketing" ilmiy, amaliy va ommabop jurnali 2024-yil 15-martdan O'zbekiston Respublikasi Prezidenti Administratsiyasi huzuridagi Axborot va ommaviy kommunikatsiyalar agentligi tomonidan **C-5669517** reyestr raqami tartibi bo'yicha ro'yxatdan o'tkazilgan. **Litsenziya raqami: №240874**



"Marketing" ilmiy, amaliy va ommabop jurnalining xalqaro darajasi: **9710**. GOCT 7.56-2002 " Seriyali nashrlarning xalqaro standart raqamlanishi" davlatlataro standartlari talablari. **Berilgan ISSN tartib raqami: 3060-4621**