



BIRLAMCHI OMMAVIY JOYLASHTIRISHDAN KEYINGI DAVRDA KORXONALARNING DIVIDEND SIYOSATI VA BOZOR KAPITALLASHUVI O'RTASIDAGI BOG'LIQLIK

BABAXANOVA NOZIMA SAIDAKBAROVNA

Toshkent Kimyo xalqaro universiteti mustaqil tadqiqotchisi

Email: nozimababakhanova@gmail.com

Annotatsiya. Ushbu tezisda aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirishdan (IPO) keyingi davrda korxonalarning dividend siyosati hamda ularning bozor kapitallashuvi dinamikasi o'rtasidagi iqtisodiy bog'liqlik tadqiq etilgan. Tadqiqotda axborot assimetriyasi va agentlik nazariyalari prizmasida dividend to'lovlarining bozorga signal berish mexanizmi, erkin pul oqimlarining samarasiz sarflanishini jilovlashdagi o'rni hamda kompaniyaning fundamental qiymatiga ta'siri tahlil qilingan. Rivojlangan va rivojlanayotgan kapital bozorlari, xususan, O'zbekiston fond bozori amaliyoti asosida dividend to'lovlarining barqarorligi va bashorat qilinuvchanligi emitent korxonalar kapitallashuvini oshirishning hal qiluvchi omili ekanligi ilmiy asoslanib, post-IPO davrida optimal dividend siyosatini shakllantirish bo'yicha amaliy tavsiyalar ishlab chiqilgan.

Kalit so'zlar: Birlamchi ommaviy joylashtirish (IPO), dividend siyosati, bozor kapitallashuvi, axborot assimetriyasi, signal berish nazariyasi, erkin pul oqimlari, agentlik xarajatlari, fundamental qiymat.

Аннотация. В данной работе исследуется экономическая взаимосвязь между дивидендной политикой предприятий и динамикой их рыночной капитализации в период после первичного публичного размещения акций (IPO). В исследовании анализируются механизм передачи рынку сигналов посредством выплаты дивидендов, их роль в сдерживании неэффективного использования свободных денежных потоков, а также влияние на



фундаментальную стоимость компании через призму теорий информационной асимметрии и агентских отношений. На основе опыта развитых и развивающихся рынков капитала (в частности, фондового рынка Узбекистана) и исходя из того, что стабильность и предсказуемость дивидендных выплат являются определяющим фактором роста капитализации эмитентов, разработаны практические рекомендации по формированию оптимальной дивидендной политики в пост-IPO период.

Ключевые слова: первичное публичное размещение акций (IPO), дивидендная политика, рыночная капитализация, информационная асимметрия, сигнальная теория, свободные денежные потоки, агентские издержки, фундаментальная стоимость.

Abstract. This thesis studies the economic relationship between the dividend policy of enterprises and the dynamics of their market capitalization in the period after the initial public offering (IPO). The study analyzes the mechanism of signaling dividend payments to the market, their role in curbing the inefficient use of free cash flows, and their impact on the fundamental value of the company through the prism of information asymmetry and agency theories. Based on the experience of developed and developing capital markets, in particular, the stock market of Uzbekistan, the scientific basis for which is that the stability and predictability of dividend payments are a decisive factor in increasing the capitalization of issuing enterprises, practical recommendations have been developed for the formation of optimal dividend policy in the post-IPO period.

Keywords: Initial public offering (IPO), dividend policy, market capitalization, information asymmetry, signaling theory, free cash flows, agency costs, fundamental value.

KIRISH

Aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish (IPO) korxonaning yopiq korporativ tuzilmadan ochiq aksiyadorlik jamiyatiga o'tishidagi eng muhim



burilish nuqtasi bo'lib, uning moliyaviy arxitekturası, boshqaruv shaffofligi hamda bozor qiymatini tubdan o'zgartiradi. Ommaviy bozorga chiqqandan so'ng kompaniya rahbariyati oldida turgan eng murakkab strategik vazifalardan biri — jalb qilingan kapitalni samarali investitsiya loyihalariga yo'naltirish bilan bir qatorda, aksiyadorlarning joriy daromadlilik talablarini qanoatlantiruvchi optimal dividend siyosatini shakllantirishdan iboratdir. Ikkilamchi bozorda shakllanadigan bozor kapitallashuvi kompaniyaning nafaqat operatsion rentabelligini, balki uning aksiyadorlarga qiymat yetkazib berish borasidagi uzoq muddatli moliyaviy intizomini ham aks ettiradi.

Rivojlanayotgan va o'tish iqtisodiyoti davlatlarida, jumladan O'zbekiston kapital bozorida korxonalarning post-IPO davridagi dividend siyosati alohida ahamiyat kasb etadi. Institutsional infratuzilmaning shakllanish bosqichida bo'lishi, aksiyalar narxining yuqori o'zgaruvchanligi hamda xususiy mulk himoyasining huquqiy nozikliklari sharoitida investorlar ko'pincha qisqa muddatli kursaviy o'sishdan ko'ra kafolatlangan pul oqimlarini, ya'ni dividend to'lovlarini afzal ko'radilar. Shu sababli, birlamchi joylashtirishdan keyingi davrda barqaror va shaffof dividend to'lovlari amaliyotini yo'lga qo'yish investorlar ishonchini mustahkamlash, qimmatli qog'ozlar likvidligini ta'minlash hamda korporatsiyaning bozor kapitallashuvini izchil oshirishning strategik drayveri sifatida namoyon bo'lmoqda.

Klassik korporativ moliya nazariyasida dividend siyosatining bozor qiymatiga ta'siri bo'yicha qarashlar turlicha talqin qilinadi. F. Modilyani va M. Millerning mukammal bozor shartlariga asoslangan neytrallik konsepsiyasiga ko'ra, soliqlar va tranzaksion xarajatlar mavjud bo'lmagan sharoitda kompaniya qiymati faqatgina uning aktivlari va investitsiya qarorlarining rentabelligiga bog'liq bo'lib, sof foydaning qanday taqsimlanishi bozor kapitallashuviga ta'sir qilmaydi. Biroq, real moliya bozorlarida, ayniqsa IPOdan keyingi dastlabki yillarda kuzatiladigan kuchli axborot assimetriyasi va agentlik xarajatlari ushbu



neytrallik gipotezasini inkor etadi va dividend to'lovlarini bozor narxini shakllantiruvchi faol vositaga aylantiradi.

Sh. Bhattacharya hamda K. Jon va J. Uilyams tomonidan ilgari surilgan dividendlar orqali signal berish nazariyasi (signaling hypothesis) post-IPO davridagi narx shakllanishini oydinlashtiradi. Ommaviy joylashtirishdan so'ng kompaniya ichki ma'lumotlari va tashqi bozor ishtirokchilari o'rtasida muqarrar axborot bo'shlig'i saqlanib qoladi. Bunday sharoitda muntazam va barqaror dividend to'lovlarining e'lon qilinishi rahbariyat tomonidan bozorga yo'llangan ishonchli signal bo'lib xizmat qiladi; bu kompaniyaning kelgusi operatsion pul oqimlari barqarorligi va sof foyda hisobotlarining soxta buxgalteriya yozuvlariga tayanmaganligini tasdiqlaydi. Natijada xavf-xatarlar bo'yicha talab qilinadigan risk-mukofot kamayadi va aksiyalar kursi hamda umumiy bozor kapitallashuvi oshadi.

M. Jensenning erkin pul oqimlari nazariyasi (free cash flow hypothesis) dividend to'lovlarining korxona ichki intizomiga ta'sirini izohlaydi. Birlamchi ommaviy joylashtirish natijasida korxona hisobvaraqlariga katta miqdorda erkin likvid mablag'lar kelib tushadi. Agar korxonada qat'iy belgilangan dividend majburiyati bo'lmasa, boshqaruv organi ushbu ortiqcha resurslarni o'zining shaxsiy mavqeyini oshiruvchi past rentabelli "imperiya qurish" (empire-building) loyihalariga sarflash xatari ortadi. Aksiyadorlarga muntazam dividend to'lab borish ortiqcha erkin pul oqimlarini jilovlaydi, menejmentni yangi investitsiya loyihalarini moliyalashtirish uchun yana tashqi bozorga murojaat qilishga majbur etadi va shu orqali boshqaruv intizomini oshirib, uzoq muddatli bozor kapitallashuvini himoya qiladi.

Kompaniyaning hayotiy sikli nazariyasi (life-cycle theory of dividends) nuqtai nazaridan yondashilsa, IPOdan keyingi dividend qarorlari korxonaning yetuklik darajasiga mos bo'lishi lozim. Odatda yuqori o'sish sur'atiga ega yosh texnologik emitentlar sof foydani to'liq reinvestitsiya qilish orqali aksiyadorlar boyligini kapitallashuv o'sishi hisobiga oshirishga intiladi va investorlar buni



tabiiy qabul qiladi. Aksincha, xususiylashtirish dasturlari doirasida bozorga chiqarilayotgan an'anaviy sanoat, energetika yoki xomashyo sohalaridagi yetuk davlat korxonalari uchun yirik investitsiya imkoniyatlari cheklangan bo'lib, ularning bozor kapitallashuvi bevosita yuqori dividend rentabelligiga (dividend yield) tayanadi.

Xalqaro empirik tadqiqotlar shuni ko'rsatadiki, ommaviy joylashtirishdan keyingi dastlabki uch yil mobaynida barqaror dividend to'lash amaliyotini joriy etgan kompaniyalarning aksiyalari dividendsiz emitentlarga nisbatan ikkilamchi bozorda kamroq o'zgaruvchanlikka (volatillikka) uchraydi. Y. Fama va K. Frenchning xulosalariga ko'ra, muntazam dividend to'lovchi korxonalar institutsional investorlar, xususan, pensiya va sug'urta jamg'armalarining uzoq muddatli portfelli uchun jozibador aktivga aylanadi ("mijozlar effekti"). Uzoq muddatli institutsional kapitalning kirib kelishi aksiyalarning erkin muomaladagi likvidligini ushlab turadi va bozor kapitallashuvining sun'iy tebranishlarsiz izchil o'sishini ta'minlaydi.

Shu bilan birga, dividend to'lovlari va kapitallashuv o'rtasidagi bog'liqlik qat'iy chegaralarga ega bo'lib, uning haddan tashqari oshirilishi korporativ barqarorlikka tahdid solishi mumkin. Agar yangi ochiq aksiyadorlik jamiyati o'zining investitsiya xarajatlarini (CapEx) va aylanma mablag'larini qisqartirish hisobiga agressiv yuqori dividendlar to'lasa, bu qisqa muddatli narx ko'tarilishidan so'ng korxonaning texnologik eskirishiga va operatsion turg'unlikka olib keladi. Strategik rivojlanish loyihalarining moliyalashtirilmasligi oqibatida 3–5 yillik gorizontda korxonaning daromad keltirish qobiliyati pasayadi, bu esa pirovardida bozor kapitallashuvining keskin pasayishiga sabab bo'ladi.

O'zbekiston fond bozoridagi hozirgi amaliyot tahlili shuni ko'rsatadiki, davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlarida dividend to'lovlari uzoq muddatli korporativ strategiya emas, balki ko'pincha davlat byudjeti tushumlarini to'ldirishning ma'muriy vositasi sifatida qo'llaniladi. Bir qator





yirik emitentlar o'z sof foydasining 50 foizidan ortiq qismini davlat ulushiga dividend sifatida yo'naltirishi natijasida modernizatsiya uchun zarur resurslardan mahrum bo'lmoqda. Boshqa tomondan, yangi o'tkazilgan "Xalq IPO" jarayonlarida chakana investorlarning aksiyalarni xarid qilishdagi asosiy motivatsiyasi barqaror dividend daromadi olish bo'lib qolmoqda; dividend to'lovlarining kechikishi yoki kutilganidan past bo'lishi ikkilamchi savdolarida aksiyalar sotuvining ko'payishiga va kapitallashuvning pasayishiga olib kelmoqda.

Ushbu nomutanosibliklarni bartaraf etish uchun post-IPO davrida qoldiq dividend siyosati (residual dividend policy) hamda qat'iy maqsadli to'lov koeffitsiyenti (target payout ratio) uyg'unligiga asoslangan gibril modelni qo'llash maqsadga muvofiqdir. Mazkur modelda korxona dastlab barcha ijobiy sof joriy qiymatga ($NPV > 0$) ega bo'lgan investitsiya loyihalarini moliyalashtirishni rejalashtiradi, qolgan sof foyda hisobidan esa bashorat qilinadigan barqaror dividendlar to'laydi. Bunday muvozanatli yondashuv korxonaning ichki o'sish salohiyatini saqlab qolgan holda bozor ishtirokchilariga ijobiy signal berish va kapitallashuvning fundamental poydevorini mustahkamlash imkonini beradi.

XULOSA

Olib borilgan tadqiqot natijalari shuni tasdiqlaydiki, aksiyalarni birlamchi joylashtirishdan keyingi davrda korxonalarning dividend siyosati va ularning bozor kapitallashuvi o'rtasida bevosita va tizimli bog'liqlik mavjud. Rivojlanayotgan kapital bozorlarida barqaror va shaffof dividend to'lovlari axborot assimetriyasini bartaraf etuvchi, erkin pul oqimlari bo'yicha agentlik xatarlarini kamaytiruvchi hamda institutsional va chakana investorlarni bozorga jalb etuvchi eng kuchli fundamental mexanizm hisoblanadi.

O'zbekiston amaliyotida IPOdan so'ng kompaniyalar kapitallashuvini barqaror saqlash uchun aksiyadorlik jamiyatlarining kamida 3–5 yilga mo'ljallangan prognozli dividend siyosati konsepsiyasini qabul qilishini





qonunchilik darajasida rag'batlantirish lozim. Shuningdek, dividend to'lovlariga nisbatan ma'muriy bosimni cheklash, korxonaning sof foydasini reinvestitsiya qilish va dividendga ajratish o'rtasidagi adolatli mutanosiblikni ta'minlash hamda dividendlar bo'yicha soliq imtiyozlarini takomillashtirish milliy fond bozorida uzoq muddatli likvidlik va barqaror bozor kapitallashuvini shakllantirishga xizmat qiladi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR:

1. O'zbekiston Respublikasining "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi Qonuni, 2014-yil 6-maydagi O'RQ-370-son (tahrirlar bilan).
2. Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
3. Butikov, I. (2020). *Rinok sennix bumag Uzbekistana: formirovaniye, tendensii i perspektivi*. Toshkent: Fan va texnologiya, 248 b.
4. 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.
5. 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.
6. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
7. Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.