

КАБИНЕТ МИНИСТРОВ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

**ВЫСШАЯ ШКОЛА БИЗНЕСА И
ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА**

**Кафедра «Управление бизнесом и предпринимательство
(МВА)»**

Ф.З. Каракулов

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Ташкент – 2026 г.

КАБИНЕТ МИНИСТРОВ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

**ВЫСШАЯ ШКОЛА БИЗНЕСА И
ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА**

**Кафедра «Управление бизнесом и предпринимательство
(МВА)»**

Ф.З. Каракулов

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Учебник

*Рекомендовано Ученым советом Высшей школы бизнеса и
предпринимательства при Кабинете Министров Республики
Узбекистан в качестве учебного пособия для магистров,
обучающихся по экономическим направлениям*

ТАШКЕНТ – 2026

Ф.З. Каракулов. Финансовый менеджмент: Учебник / Ф.З. Каракулов. – Ташкент: ВШБП при КМ РУз, 2026. 247 с.

Учебник подготовлен в соответствии с Государственным образовательным стандартом высшего образования по направлению 70410901 – Управление бизнесом (МВА – финансы) и предназначен для освоения дисциплины «Финансовый менеджмент». В издании систематизированы современные научные подходы и практические методы управления финансами организации. Рассматриваются вопросы финансовой стратегии, управления капиталом, структуры источников финансирования, оценки инвестиционных проектов, распределения прибыли и обеспечения финансовой устойчивости.

Учебник сочетает изложение классических теорий финансового менеджмента с анализом новых тенденций в условиях цифровизации и перехода к модели рационального использования ресурсов. Материал ориентирован на студентов экономических специальностей, а также специалистов, повышающих квалификацию в области корпоративных финансов.

Karakulov F.Z. «Financial management». Textbook. – Т.: «_____», 2026. – 247 p.

© Каракулов Ф.З., 2026

© Высшая школа бизнеса и предпринимательства при Кабинете
Министров Республики, 2026

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	6
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВ	8
1.1-§. Финансы и финансовый менеджмент: предмет, цель и задачи	8
1.2-§. Финансовая система и её элементы	16
1.3-§. Финансовые ресурсы: формирование и использование	20
ГЛАВА 2. КАПИТАЛ И ЕГО СТРУКТУРА	31
2.1-§. Экономическая сущность капитала и роль стоимости денег во времени в финансовом управлении	31
2.2-§. Методы расчета стоимости капитала на основе простых и сложных процентов	47
2.3-§. Оценка денежных потоков и аннуитетных платежей при управлении капиталом предприятия	54
Кейс. Расчёт стоимости денег во времени (проценты, аннуитеты и доходность)	79
ГЛАВА 3. ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ПРИБЫЛЬ	88
3.1-§. Анализ структуры имущества и источников его формирования	88
3.2-§. Чистые активы: методика расчёта и значение	102
3.3-§. Анализ финансовой устойчивости организации	104
3.3.1-§. Основные показатели финансовой устойчивости	104
3.3.2-§. Анализ чистого оборотного капитала	106
3.4-§. Анализ ликвидности предприятия	108
ГЛАВА 4. АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ	112
4.1-§. Общая характеристика финансовых результатов	112
4.2-§. Анализ рентабельности	113
4.3-§. Расчёт и оценка показателей деловой активности (оборачиваемости)	116
4.4-§. Прогнозирование банкротства (модели Альтмана и др.)	118
ГЛАВА 5. ИНВЕСТИЦИИ И ИХ УПРАВЛЕНИЕ	122
5.1-§. Сущность и виды инвестиций	122
5.2-§. Источники финансирования инвестиционной деятельности	129
5.3-§. Методы оценки инвестиционных проектов	135
5.4-§. Стратегическое управление инвестициями	141

5.5-§. Финансовые риски	145
Кейс. Доходность и риск актива	152
ГЛАВА 6. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ И УПРАВЛЕНИЕ ИМИ	157
6.1-§. Понятие и значение денежных потоков	157
6.2-§. Методы управления денежными потоками.....	162
6.3-§. Дивидендная политика	166
6.4-§. Факторы, влияющие на дивидендную политику.....	171
Кейс. Определение курсовой стоимости акции	177
ГЛАВА 7. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	182
7.1-§. Теоретические основы оценки стоимости предприятия.....	182
7.2-§. Методы оценки стоимости (доходный, сравнительный, затратный) ..	189
7.3-§. Стратегии максимизации стоимости бизнеса.....	194
Кейс. Облигации и их оценка	198
ГЛАВА 8. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И ПРОНОЗИРОВАНИЕ ...	205
8.1-§. Финансовое планирование: цели и задачи	205
8.2-§. Методы финансового прогнозирования	208
8.3-§. Корпоративные финансы	211
8.4-§. Финансовый контроль: формы и содержание	213
8.5-§. Аудит и его роль в системе управления финансами.....	217
ГЛАВА 9. СОВРЕМЕННЫЕ ПОДХОДЫ В ФИНАНСОВОМ МЕНЕДЖМЕНТЕ	225
9.1-§. Международная практика финансового управления	225
9.2-§. Инновации в финансах: финтех и цифровая экономика	227
9.3-§. Роль финансового менеджмента в корпоративном управлении.....	230
9.4-§. Финансовое управление в условиях устойчивого развития.....	235
ГЛОССАРИЙ.....	241
Список использованных литератур.....	244

ВВЕДЕНИЕ

Финансовый менеджмент является одной из ключевых дисциплин, обеспечивающих эффективное функционирование предприятия в современных рыночных условиях. Развитие рыночной экономики, усиление конкуренции, глобализация финансовых рынков и постоянные изменения внешней среды предъявляют повышенные требования к управлению финансовыми ресурсами организаций. В этой связи грамотное использование инструментов и методов финансового менеджмента становится решающим фактором устойчивого развития и повышения конкурентоспособности предприятия.

Предметом финансового менеджмента выступает система управления формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов предприятия с целью достижения его стратегических и тактических целей. Целью дисциплины является изучение принципов, методов и механизмов принятия управленческих решений в финансовой сфере, направленных на максимизацию стоимости компании и обеспечение её долгосрочной финансовой устойчивости. Задачи финансового менеджмента включают: эффективное формирование капитала и управление его структурой; оптимизацию денежных потоков; обеспечение рентабельности и ликвидности; управление инвестициями и рисками; разработку дивидендной политики; проведение анализа финансового состояния и прогнозирование будущих результатов деятельности предприятия. Особое внимание уделяется вопросам финансового планирования и контроля, а также современным подходам, связанным с цифровизацией финансовой деятельности и внедрением инновационных технологий.

Изучение финансового менеджмента позволяет будущим специалистам сформировать комплексное понимание финансовых процессов, овладеть практическими инструментами оценки и управления, а также приобрести навыки принятия обоснованных решений в условиях неопределённости и риска.

Таким образом, данная дисциплина является фундаментальной основой подготовки профессионалов в области экономики и управления, обеспечивая их необходимыми знаниями для эффективного ведения бизнеса и успешного функционирования в динамичной рыночной среде.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВ

1.1-§. Финансы и финансовый менеджмент: предмет, цель и задачи

Финансы представляют собой одну из наиболее важных категорий современной экономической науки, играя фундаментальную роль в функционировании экономических систем на всех уровнях. В контексте развивающейся экономики Узбекистана, понимание сущности финансов приобретает особое значение, учитывая амбициозные цели, поставленные в Стратегии развития Узбекистана на 2022-2026 годы и долгосрочной перспективе до 2030 года.

Финансы — совокупность экономических отношений, связанных с формированием, распределением и использованием денежных средств в процессе воспроизводства

По определению МВФ¹, финансы представляют процесс привлечения, распределения и управления денежными ресурсами для достижения экономических целей

Финансы как наука изучают управление денежными потоками, финансовыми институтами и механизмами финансового регулирования

В контексте законодательства Республики Узбекистан, согласно Закону "О бюджетной системе" от 26 декабря 2013 года, финансы определяются как система экономических отношений по формированию, распределению и использованию централизованных и децентрализованных фондов денежных средств государства, хозяйствующих субъектов и населения в целях выполнения функций и задач государства и обеспечения условий расширенного воспроизводства. Особенностью национального подхода к определению финансов является акцент на их роли в обеспечении социально-экономического развития и повышении благосостояния населения.

¹ <https://www.imf.org/ru/About/Factsheets/IMF-at-a-Glance>

Финансовая система Узбекистана переживает период значительных преобразований, направленных на создание современной, эффективной и устойчивой экономики. В соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан "О Стратегии развития Узбекистана на 2022-2026 годы", приоритетными направлениями являются развитие финансового сектора, укрепление банковской системы и создание благоприятных условий для привлечения инвестиций. Современное понимание финансов как экономической категории требует комплексного подхода, учитывающего как классические теоретические концепции, так и особенности национальной экономики и правовой системы Узбекистана.

Исторический анализ развития финансовых отношений показывает, что на территории современного Узбекистана финансовые институты имеют глубокие корни. Великий шелковый путь способствовал развитию торгово-финансовых отношений, банковского дела и международных расчетов. Средневековые математики и экономисты Центральной Азии, такие как Аль-Хорезми и Улугбек, внесли значительный вклад в развитие финансовых расчетов и экономической теории. В советский период финансовая система Узбекистана функционировала в рамках централизованной плановой экономики. После обретения независимости в 1991 году начался процесс формирования национальной финансовой системы, основанной на рыночных принципах.

Эволюция финансовых отношений от простейших форм обмена до сложных современных финансовых инструментов демонстрирует непрерывное развитие человеческой цивилизации. В современном Узбекистане эта эволюция продолжается через внедрение цифровых технологий в финансовый сектор.

Функциональный анализ финансов представляет особую важность для понимания их роли в экономической системе. В соответствии с Концепцией развития банковской системы Республики Узбекистан на 2020-2025 годы, функции финансов рассматриваются как основополагающие механизмы обеспечения экономического роста и социального развития.

Изучение функций финансов в контексте национальной экономики Узбекистана позволяет выявить специфические особенности их проявления в условиях переходной экономики и определить направления дальнейшего совершенствования финансовой системы страны. Практическая реализация функций финансов в экономике Узбекистана осуществляется через систему государственных и негосударственных финансовых институтов, включая Министерство финансов, Центральный банк, коммерческие банки, страховые компании и другие финансовые организации.

В условиях глобализации и повышенной волатильности финансовых рынков управление рисками становится критически важным аспектом финансовой деятельности. Стратегия развития Узбекистана-2030² предусматривает создание эффективной системы управления финансовыми рисками на национальном уровне, включая развитие рынка производных финансовых инструментов и совершенствование системы пруденциального надзора.

Классификация финансов по различным критериям позволяет систематизировать знания о финансовой системе и определить специфические особенности функционирования различных ее элементов. В рамках национальной экономики Узбекистана данная классификация имеет особое значение для формирования эффективной системы финансового регулирования и развития финансового рынка в соответствии с международными стандартами (рис. 1.1).



Рисунок 1.1 – Виды финансов³

² Указ Президента Республики Узбекистан от 11 сентября 2023 г. № УП-158 «О Стратегии „Узбекистан — 2030”». — Ташкент: Президент Республики Узбекистан, 2023. — 20 с.

³ Составлено автором

В соответствии со Стратегией развития Узбекистана-2030, особое внимание уделяется совершенствованию системы управления публичными финансами, повышению эффективности корпоративного управления и развитию финансовой грамотности населения. Создание интегрированной системы финансового планирования и управления является одним из приоритетных направлений реформирования экономики страны.

Особую актуальность приобретает развитие исламских финансовых инструментов, которые предполагают справедливое распределение рисков между участниками финансовых операций и исключают спекулятивные элементы. Закон Республики Узбекистан "Об исламском банкинге" создает правовую основу для развития данного сегмента финансового рынка.

Финансовые рынки являются ключевым элементом любой экономики, обеспечивая перемещение средств от тех, кто имеет избыток, к тем, кто нуждается в финансировании. В Узбекистане они играют всё более значимую роль в развитии предпринимательства, инфраструктуры и повышении благосостояния населения.

Краткосрочные финансовые инструменты со сроком погашения до одного года, предназначенные для удовлетворения потребности в ликвидности. Основные участники – коммерческие банки, Центральный банк и крупные корпорации. Здесь осуществляются межбанковское кредитование (кредиты овернайт, репо-соглашения), операции с депозитными сертификатами, краткосрочными государственными облигациями (ГКО), коммерческими векселями.

- Межбанковские кредиты: обеспечение краткосрочной ликвидности банков.
- Депозитные сертификаты: привлечение средств банками.
- Казначейские векселя: краткосрочные заимствования для правительства.

Долгосрочное финансирование для инвестиций и развития. Здесь обращаются ценные бумаги со сроком погашения более одного года или без срока погашения. Ключевые инструменты включают акции (долевые ценные бумаги) и облигации (долговые ценные бумаги), а

также долгосрочные банковские кредиты. Главной площадкой является Фондовая биржа "Тошкент", где происходит торговля акциями и корпоративными облигациями, а также осуществляется первичное размещение (IPO) и вторичная торговля.

- Акции: долевое участие в капитале предприятий, право на дивиденды.
- Облигации: долговые обязательства компаний и государства, гарантирующие фиксированный доход.
- Долгосрочные кредиты: финансирование крупных инвестиционных проектов.

Валютный рынок, где происходит обмен национальных валют на иностранные. Основные участники – банки, валютные биржи, импортеры, экспортеры и Центральный банк, который регулирует валютный курс и проводит интервенции. Валютная биржа Узбекистана (UZCE) является основной платформой для конверсионных операций. На этом рынке также осуществляются фьючерс-операции, хеджирование валютных рисков, а также спотовые и форвардные сделки.

- Спотовые сделки: немедленный обмен валют по текущему курсу.
- Форвардные сделки: обмен валют по заранее установленному курсу на будущую дату.
- Хеджирование: защита от неблагоприятных изменений валютных курсов.

Страховой рынок — это сфера отношений по защите имущественных интересов физических и юридических лиц при наступлении определенных событий (страховых случаев) за счет денежных фондов, формируемых из уплачиваемых ими страховых взносов. В Узбекистане функционируют как государственные, так и частные страховые компании. Ключевые продукты включают страхование жизни, имущества, автотранспорта (ОСАГО, КАСКО), медицинское страхование и страхование ответственности.

- Страхование жизни: финансовая защита семьи в случае непредвиденных обстоятельств.
- Имущественное страхование: защита недвижимости, транспорта от рисков.

- Медицинское страхование: покрытие расходов на лечение и медицинские услуги.

Таблица 1.1

Основные финансовые инструменты и их регулирование

Инструмент	Характеристика	Регулирование в Узбекистане
Государственные ценные бумаги	Инструменты государственного заимствования для финансирования дефицита бюджета и государственных программ.	Министерство финансов, Центральный банк РУз (ЦБ РУз)
Корпоративные облигации	Долговые обязательства предприятий, выпускаемые для привлечения капитала.	Агентство по развитию рынка капитала (АРРК)
Банковские депозиты	Срочные и до востребования вклады населения и юридических лиц в банках.	Центральный банк, Фонд гарантирования вкладов граждан
Исламские сукук	Шариат-совместимые финансовые инструменты, основанные на реальных активах, для исламского финансирования.	Закон об исламском банкинге (в разработке), ЦБ РУз
Акции	Долевые ценные бумаги, удостоверяющие право владельца на часть прибыли компании и участие в управлении.	АРРК, Фондовая биржа "Тошкент"
Деривативы	Контракты, стоимость которых зависит от базового актива (фьючерсы, опционы, свопы).	ЦБ РУз, АРРК (регулирование в стадии развития)
Инвестиционные фонды	Коллективные инвестиции, позволяющие инвесторам объединять средства для вложения в различные активы.	АРРК, законодательство об инвестиционных фондах
Микрофинансовые услуги	Предоставление небольших займов и других финансовых услуг малому бизнесу и населению.	ЦБ РУз (лицензирование и надзор)

Развитие финансовых рынков в Узбекистане активно поддерживается правительством и Центральным банком. Особое внимание уделяется цифровизации финансовых услуг, внедрению новых инструментов (например, исламские финансы), повышению финансовой грамотности населения и привлечению иностранных инвестиций. Эти меры направлены на создание глубокого, ликвидного

и устойчивого финансового рынка, способного эффективно обслуживать потребности быстрорастущей экономики страны.

Сущностный анализ финансов как экономической категории требует глубокого понимания их природы и места в системе экономических отношений. В теоретическом аспекте финансы представляют собой особую форму экономических отношений, которая характеризуется движением денежных средств и формированием различных денежных фондов.

В практическом плане, применительно к экономике Узбекистана, сущность финансов проявляется через их роль в реализации государственной экономической политики, обеспечении социально-экономического развития и интеграции национальной экономики в мировое экономическое пространство в соответствии с принципами и целями Стратегии развития Узбекистана-2030.

В условиях рыночной экономики Узбекистана финансовые отношения приобретают особую сложность и многообразие. Они охватывают отношения между государством и хозяйствующими субъектами по поводу формирования доходов бюджета, отношения между предприятиями в процессе расчетов за товары и услуги, отношения между банками и их клиентами, отношения на фондовом рынке между эмитентами и инвесторами.

Правовое регулирование финансовых отношений в Республике Узбекистан осуществляется на основе Конституции, Гражданского кодекса, специальных законов о банках и банковской деятельности, о рынке ценных бумаг, о страховании и других нормативных актов. Центральную роль в регулировании играет Центральный банк Республики Узбекистан, который осуществляет денежно-кредитную политику и банковский надзор.

Концепция создания стоимости является центральной в современной теории финансов. Финансовое управление направлено на максимизацию рыночной стоимости компании путем оптимизации структуры капитала, повышения эффективности инвестиций и улучшения операционной деятельности. Данный подход получил широкое распространение в практике управления крупными

предприятиями Узбекистана, особенно в рамках процессов корпоратизации и приватизации государственных активов.

Стратегия развития Узбекистана-2030 определяет создание стоимости как один из ключевых принципов экономической политики. Это предполагает переход от экстенсивной модели роста к интенсивной, основанной на повышении производительности труда, внедрении инновационных технологий и развитии человеческого капитала. Финансовая система призвана обеспечить эффективное распределение капитала в пользу наиболее перспективных и высокотехнологичных отраслей экономики.

Развитие современной теории финансов представляет собой результат интеллектуальной деятельности многих выдающихся ученых и практиков, чьи идеи кардинально изменили понимание природы финансовых рынков и принципов управления финансами. Эти теоретические достижения имеют не только академическое значение, но и практическую применимость в условиях развивающихся рынков, включая финансовую систему Узбекистана.

Адаптация современных финансовых теорий к специфике национальной экономики требует учета институциональных особенностей, уровня развития финансовых рынков и регулятивной среды. В этом контексте особую актуальность приобретает изучение опыта успешной имплементации передовых финансовых инструментов и методов управления в развивающихся экономиках.

Таким образом, глубокое понимание сущности финансов является необходимой основой для изучения более специализированных вопросов финансового менеджмента, включая управление капиталом, инвестиционное планирование, оценку рисков и принятие стратегических финансовых решений. Это знание особенно важно для будущих финансовых менеджеров, которым предстоит работать в динамично развивающейся экономической среде современного Узбекистана.

1.2-§. Финансовая система и её элементы

Финансовая система представляет собой сложную совокупность взаимосвязанных институтов, инструментов и механизмов, обеспечивающих организацию денежных отношений между всеми участниками экономических процессов. В соответствии с законодательством Республики Узбекистан, финансовая система выполняет ключевую роль в аккумулировании денежных доходов и их последующем распределении между государственным сектором, предпринимательскими структурами и населением.

Основная суть функционирования финансовой системы заключается в обеспечении эффективного распределения и перераспределения общественного продукта посредством различных финансовых механизмов и институтов. Данный процесс регламентируется нормативными актами Центрального банка Республики Узбекистан и Министерства финансов.

Структурная организация финансовой системы Узбекистана основывается на принципе разделения на централизованные и децентрализованные финансы. Централизованные финансы включают государственный бюджет, внебюджетные государственные фонды и местные бюджеты, формируемые в соответствии с Бюджетным кодексом Республики Узбекистан.

Функционирование финансовой системы в Узбекистане регулируется Конституцией РУз, Бюджетным кодексом, Налоговым кодексом и постановлениями Центрального банка.

Ключевые компоненты

- Государственный бюджет и внебюджетные фонды
- Муниципальные финансы и местные бюджеты
- Корпоративные финансы предприятий
- Финансы домашних хозяйств

Децентрализованные финансы охватывают финансовые ресурсы предприятий различных форм собственности и финансы домашних хозяйств. Например, муниципальные финансы в городах Узбекистана обеспечивают функционирование местных органов власти,

финансирование инфраструктурных проектов и реализацию социальных программ на региональном уровне, что особенно актуально в рамках административных реформ последних лет.

Финансовая система выполняет комплекс взаимосвязанных функций, обеспечивающих стабильное функционирование экономики государства. В контексте экономических реформ Узбекистана особое значение приобретает эффективная реализация этих функций для достижения устойчивого экономического роста.

Сберегательная функция позволяет экономическим субъектам откладывать средства для будущих расходов, включая пенсионные накопления через негосударственные пенсионные фонды Узбекистана

Заимствование предоставляет возможность получения денежных средств с обязательством возврата, включая кредитные продукты коммерческих банков и государственные облигации

Компании выпускают акции на Республиканской фондовой бирже "Ташкент" для финансирования развития бизнеса.

Функция управления рисками использовать разнообразных финансовых инструментов, включая страховые продукты и производные финансовые инструменты, для минимизации потенциальных финансовых потерь. В Узбекистане данная функция реализуется через деятельность страховых компаний, лицензируемых Агентством по развитию рынка капитала.

Особое значение приобретает развитие системы микрострахования и агрострахования, что соответствует приоритетам аграрной политики государства и поддержки малого предпринимательства.

Торговля различными финансовыми инструментами на организованных рынках способствует эффективному ценообразованию и ликвидности. Развитие электронных торговых систем в Узбекистане, включая систему межбанковских расчетов, повышает эффективность данной функции.

Инвесторы используют доступ к финансовой информации для принятия обоснованных инвестиционных решений, что способствует справедливому формированию рыночных цен на финансовые активы.

Структурные элементы финансовой системы образуют сложную иерархическую систему, каждый компонент которой выполняет специфические функции и взаимодействует с другими элементами. В условиях цифровизации экономики Узбекистана особое внимание уделяется модернизации финансовой инфраструктуры и внедрению инновационных технологий.

Денежные средства – это универсальное средство платежа и сохранения стоимости, эволюционировавшее от традиционных наличных расчетов до современных электронных платежных систем, включая национальную систему "Uzcard" и перспективы внедрения цифрового сома

Финансовые инструменты — это разнообразные финансовые активы, включая акции акционерных обществ, государственные и корпоративные облигации, производные финансовые инструменты, обеспечивающие эффективную передачу ресурсов и распределение рисков между участниками рынка

Финансовые рынки

Организованные площадки для осуществления операций купли-продажи финансовых инструментов, включая Республиканскую фондовую биржу "Тошкент", межбанковский валютный рынок и развивающиеся сегменты срочного рынка

Финансовые институты — это специализированные организации, обеспечивающие предоставление финансовых услуг и выполняющие функции финансового посредничества. В банковской системе Узбекистана функционируют коммерческие банки, специализированные финансовые институты, включая банки развития, микрофинансовые организации и кредитные союзы.

Страховые компании и негосударственные пенсионные фонды играют важную роль в обеспечении долгосрочного финансирования экономики и социальной защиты населения. Инвестиционные компании и управляющие активами способствуют развитию рынка капитала.

Центральный банк Республики Узбекистан осуществляет денежно-кредитную политику, регулирует денежное обращение и

обеспечивает стабильность национальной валюты. Агентство по развитию рынка капитала регулирует деятельность участников фондового рынка.

Современные тенденции включают активную цифровизацию финансовых услуг, внедрение элементов искусственного интеллекта в банковской деятельности, развитие альтернативных платежных систем и создание национальной системы передачи финансовых сообщений как альтернативы международной системе SWIFT. Финансовая система представляет собой фундаментальную основу устойчивого экономического развития государства, обеспечивая эффективное распределение финансовых ресурсов и поддержание макроэкономической стабильности. В контексте стратегических реформ Республики Узбекистан особое значение приобретает модернизация финансовой системы как катализатора экономического роста и повышения благосостояния населения.

Углубленное понимание структурных элементов и функциональных особенностей финансовой системы способствует формированию профессиональных компетенций в области финансового менеджмента. Это особенно актуально для специалистов, работающих в условиях динамично развивающейся экономики Узбекистана, где происходит активная либерализация финансовых рынков и внедрение международных стандартов регулирования.

Современные вызовы, включающие процессы цифровой трансформации, развитие финтех-индустрии, внедрение блокчейн-технологий и криптовалют, а также необходимость обеспечения финансовой инклюзии, требуют постоянной адаптации и совершенствования существующих финансовых механизмов.

Знание принципов функционирования финансовой системы служит ключевым фактором повышения финансовой грамотности населения и формирования культуры рационального финансового поведения, что является стратегическим приоритетом социально-экономического развития страны.

Таким образом, изучение финансовой системы формирует основу для эффективного управления личными, корпоративными и государственными финансами в условиях рыночной экономики.

1.3-§. Финансовые ресурсы: формирование и использование

В контексте экономики Узбекистана финансовые ресурсы приобретают особое значение в условиях проводимых структурных реформ. Согласно Закону Республики Узбекистан "О хозяйственных обществах", финансовые ресурсы являются материальной основой предпринимательской деятельности и включают в себя как собственные, так и заемные средства предприятий.

Значение финансовых ресурсов в современной экономике трудно переоценить. Они выполняют несколько критически важных функций: во-первых, обеспечивают текущую производственную деятельность предприятий, включая закупку сырья, выплату заработной платы, оплату коммунальных услуг. Во-вторых, финансовые ресурсы являются основой для реализации инвестиционных проектов, модернизации производства и внедрения инновационных технологий.

Особую актуальность вопросы формирования и использования финансовых ресурсов приобретают в условиях цифровизации экономики Узбекистана. Стратегия развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы предусматривает активное привлечение инвестиций и оптимизацию использования финансовых ресурсов для достижения устойчивого экономического роста. В этом контексте предприятия должны не только эффективно управлять имеющимися ресурсами, но и активно искать новые источники финансирования.

Правильное понимание сущности финансовых ресурсов помогает руководителям предприятий принимать обоснованные решения о структуре капитала, выборе источников финансирования и распределении средств между различными направлениями деятельности. Это особенно важно для малых и средних предприятий, которые составляют основу экономики Узбекистана.

Финансовые ресурсы предприятия делятся на внутренние и внешние источники. К внутренним ресурсам относятся прибыль от

основной деятельности, нераспределённая прибыль, амортизационные отчисления, ликвидные активы и резервные фонды. Их основное преимущество заключается в том, что они являются беспроцентными, экономически выгодными и не требуют обязательств перед третьими лицами. Внешние ресурсы формируются за счёт банковских кредитов, выпуска акций и облигаций, привлечения венчурного капитала, использования торгового кредита и лизингового финансирования. Их особенность заключается в том, что они обеспечивают быстрый рост предприятия, но при этом связаны с дополнительными рисками и затратами.

В соответствии с банковским законодательством Узбекистана, внешние источники финансирования подразделяются на несколько категорий. Банковские кредиты регулируются Центральным банком Республики Узбекистан и предоставляются под различные процентные ставки в зависимости от срока, суммы и целевого назначения. Особое внимание уделяется льготному кредитованию приоритетных отраслей экономики. Оценка потребности в финансировании требует анализ текущего финансового состояния и определение объема необходимых средств. Выбор оптимального источника позволяет сравнивать стоимости и условий различных источников финансирования. Структурирование финансирования позволяет определить оптимального соотношения собственных и заемных средств

Венчурный капитал в Узбекистане активно развивается благодаря государственной поддержке инновационных проектов. Создание Фонда поддержки инноваций при Министерстве инновационного развития способствует привлечению частных инвесторов в технологические стартапы. Этот механизм особенно важен для молодых предпринимателей, которые имеют инновационные идеи, но ограниченные финансовые возможности.

Торговый кредит является традиционным инструментом финансирования оборотных средств. В условиях развития электронной коммерции в Узбекистане этот вид финансирования приобретает новые формы, включая цифровые платформы и автоматизированные системы управления дебиторской задолженностью.

Формирование уставного капитала в Узбекистане регулируется Гражданским кодексом и специальными законами о хозяйственных обществах. Минимальный размер уставного капитала устанавливается для различных организационно-правовых форм предприятий. Для обществ с ограниченной ответственностью он составляет 100-кратный размер базовой расчетной величины, для акционерных обществ требования более жесткие.

Собственные средства предприятий формируются за счет нескольких источников. Прибыль от основной деятельности является главным источником самофинансирования развития. Амортизационные отчисления, рассчитываемые в соответствии с утвержденными нормами, обеспечивают воспроизводство основных средств. Специальные поступления включают доходы от продажи активов, штрафы и пени, полученные от контрагентов.

Коммерческие банки предоставляют краткосрочные и долгосрочные кредиты под различные процентные ставки. Центральный банк устанавливает базовую ставку и требования к резервированию.

Микрокредитные организации обслуживают малый бизнес и индивидуальных предпринимателей, предоставляя быстрые займы на развитие деятельности.

Лизинговые компании предоставляют оборудование в аренду с правом выкупа, что позволяет предприятиям обновлять основные средства без крупных единовременных затрат.

Государственные субсидии и льготы играют важную роль в поддержке приоритетных отраслей экономики Узбекистана. Фонд реконструкции и развития предоставляет льготные кредиты для реализации инвестиционных проектов. Также действуют специальные программы поддержки экспортно-ориентированных производств и импортозамещающих проектов.

Страховые отчисления и резервные фонды формируются предприятиями в соответствии с требованиями законодательства и внутренними политиками управления рисками. Эти средства используются для покрытия непредвиденных расходов и обеспечения

финансовой устойчивости в условиях экономической неопределенности.

Система управления финансовыми ресурсами в Узбекистане базируется на принципах, закрепленных в Бюджетном кодексе и законодательстве о бухгалтерском учете. Планирование финансовых ресурсов включает составление операционных и финансовых бюджетов, прогнозирование денежных потоков, расчет потребности в оборотных средствах.

Управление ликвидностью является критически важным аспектом финансового менеджмента. Опыт управления Единым казначейским счетом федерального бюджета России⁴ демонстрирует эффективность централизованного подхода к управлению государственными финансами. В Узбекистане также внедряется система казначейского исполнения бюджета, что повышает прозрачность и эффективность использования бюджетных средств.

Внедрение современных информационных технологий революционизирует управление финансовыми ресурсами. Автоматизированные системы управления предприятием (ERP) позволяют в режиме реального времени отслеживать движение денежных средств, анализировать финансовые показатели и принимать оперативные управленческие решения. В Узбекистане активно развивается цифровая экосистема финансовых услуг, включая мобильные платежи и онлайн-банкинг.

Современные методы управления рисками включают использование производных финансовых инструментов для хеджирования валютных и процентных рисков. Диверсификация источников финансирования снижает зависимость от отдельных кредиторов и повышает финансовую устойчивость предприятий.

Практическое использование финансовых ресурсов требует соблюдения принципа экономической целесообразности. Каждое направление расходования средств должно обеспечивать максимальную отдачу и соответствовать стратегическим целям

⁴ Прокофьев С. Е., Саранцев В. Н. Единый казначейский счет Федерального казначейства: состояние и перспективы // Финансы и кредит. — 2012. — № 30 (510). — С. 9–16.

предприятия. В условиях ограниченности ресурсов особое значение приобретает приоритизация инвестиционных проектов.

Баланс между текущими потребностями и долгосрочным развитием является одной из ключевых задач финансового менеджмента. Предприятия должны обеспечивать достаточную ликвидность для покрытия операционных расходов, одновременно инвестируя в развитие производственных мощностей и повышение конкурентоспособности.

Эффективное использование амортизационных фондов является примером рационального управления внутренними ресурсами. Вместо привлечения дорогостоящих кредитов для обновления основных средств, предприятия могут использовать накопленные амортизационные отчисления. Это особенно актуально в условиях высоких процентных ставок по банковским кредитам.

Управление оборотным капиталом включает оптимизацию запасов готовой продукции и сырья, управление дебиторской и кредиторской задолженностью. Сокращение цикла оборачиваемости оборотных средств высвобождает дополнительные ресурсы для развития бизнеса. В торговых предприятиях это может достигаться за счет улучшения прогнозирования спроса и оптимизации ассортимента.

Банковская система Узбекистана претерпела значительные изменения в рамках реформ финансового сектора. Либерализация валютного рынка и снижение государственного участия в банковском секторе способствовали повышению конкуренции и улучшению качества банковских услуг. Коммерческие банки расширили линейку кредитных продуктов, предлагая специализированные программы для различных отраслей экономики.

Развитие фондового рынка в Узбекистане находится на начальной стадии, но имеет значительный потенциал. Государственная программа по развитию рынка капитала предусматривает стимулирование корпоративных эмиссий и привлечение частных инвесторов. Особое внимание уделяется созданию институциональной инфраструктуры, включая депозитарные и клиринговые системы.

Преимущества капитальных рынков

- Долгосрочное финансирование без обязательств по возврату основного долга
- Распределение рисков между множеством инвесторов
- Повышение корпоративного управления и прозрачности
- Возможность привлечения значительных объемов капитала
- Улучшение рыночной репутации компании

Вызовы и ограничения

- Высокие затраты на IPO и листинг
- Строгие требования к раскрытию информации
- Волатильность рыночных цен
- Риск размывания контроля

Венчурный капитал и инвестиционные фонды играют ключевую роль в финансировании инновационных проектов. Создание IT-парков и технопарков в Узбекистане способствует формированию экосистемы инновационного предпринимательства. Государственные и частные венчурные фонды предоставляют не только финансирование, но и экспертную поддержку молодым компаниям.

Микрофинансовые институты занимают важную нишу в обслуживании малого бизнеса и индивидуальных предпринимателей. Благодаря упрощенным процедурам и быстрому принятию решений, микрокредитные организации обеспечивают доступность финансовых услуг для тех категорий заемщиков, которые не могут получить банковские кредиты из-за отсутствия достаточного залогового обеспечения.

Современные вызовы в управлении финансовыми ресурсами связаны с возросшей волатильностью экономической среды. Пандемия COVID-19, геополитические конфликты и климатические изменения создают новые риски для бизнеса, требуя пересмотра традиционных подходов к финансовому планированию. Предприятия вынуждены создавать более значительные резервы ликвидности и диверсифицировать источники доходов.

Цифровизация финансовых процессов становится не просто трендом, а необходимым условием конкурентоспособности. Автоматизация учета, анализа и прогнозирования позволяет принимать

более точные и быстрые решения. Использование больших данных и машинного обучения помогает выявлять скрытые закономерности в финансовых потоках и оптимизировать распределение ресурсов (рис. 1.2)

Растущее внимание к ESG-критериям (экологическим, социальным и управленческим факторам) меняет ландшафт корпоративного финансирования. Инвесторы все чаще учитывают устойчивость бизнес-модели при принятии инвестиционных решений. "Зеленое" финансирование становится важным источником долгосрочного капитала для экологически ответственных проектов.

Регуляторные изменения также влияют на управление финансовыми ресурсами. Ужесточение требований к капиталу, внедрение международных стандартов отчетности (IFRS) и повышение требований к прозрачности заставляют компании пересматривать свои финансовые стратегии. В Узбекистане постепенно внедряются международные стандарты банковского регулирования Basel III, что влияет на доступность банковского кредитования.

Опыт внедрения Единого казначейского счета в Узбекистане демонстрирует эффективность централизованного управления государственными финансами. Система позволяет оптимизировать управление ликвидностью государственного бюджета, снизить стоимость обслуживания государственного долга и повысить прозрачность бюджетного процесса. Еженедельное прогнозирование поступлений и расходов обеспечивает точное планирование денежных потоков.



Рисунок 1.2 - Оптимизация распределения ресурсов на основе анализа больших данных

Примером успешного управления финансовыми ресурсами на корпоративном уровне является стратегия компании "УзАвто Моторс"⁵. Компания эффективно сочетает собственные ресурсы с банковским финансированием и международными инвестициями для модернизации производства и выхода на экспортные рынки. Диверсификация источников финансирования снижает зависимость от отдельных кредиторов.

Таблица 1.2

Примеры успешных проектов: источники финансирования и достигнутые результаты

Тип проекта	Источники финансирования	Результаты
Модернизация текстильного производства	50% собственные средства, 30% банковский кредит, 20% лизинг	Увеличение производительности на 40%
IT-стартап в сфере e-commerce	70% венчурный капитал, 30% средства основателей	Выход на рынки ЦА за 18 месяцев
Агропромышленный комплекс	40% госубсидии, 35% банковский кредит, 25% собственные	Экспорт продукции на \$15 млн

⁵ https://umpt.uz/ru/files/documents_on_corporate_governance

Локальные сообщества в Узбекистане успешно создают фонды развития для финансирования инфраструктурных проектов. Механизм махаллинских фондов позволяет мобилизовать местные ресурсы для решения социальных задач и улучшения качества жизни населения. Такой подход демонстрирует эффективность партисипативного финансирования.

Важным примером является опыт предприятий свободных экономических зон, которые получают налоговые льготы и упрощенный доступ к кредитованию. Это позволяет им привлекать международные инвестиции и развивать экспортно-ориентированные производства, создавая мультипликативный эффект для экономики регионов. Анализ современных тенденций в управлении финансовыми ресурсами показывает, что успешные предприятия характеризуются гибким подходом к планированию, диверсификацией источников финансирования и активным использованием инновационных технологий. В условиях трансформации экономики Узбекистана особую важность приобретает способность быстро адаптироваться к изменяющимся условиям. Рекомендации по оптимизации управления финансовыми ресурсами включают создание комплексной системы планирования, которая учитывает, как краткосрочные потребности в ликвидности, так и долгосрочные стратегические цели. Важно регулярно пересматривать структуру финансирования с учетом изменений в стоимости различных источников капитала.

Особое внимание следует уделить развитию внутренних источников финансирования через повышение рентабельности и оптимизацию операционных процессов. Реинвестирование прибыли в развитие бизнеса обеспечивает устойчивый рост без увеличения долговой нагрузки.

В условиях цифровизации экономики Узбекистана предприятия должны готовиться к переходу на новые технологии управления финансами, включая использование блокчейн для расчетов и искусственного интеллекта для прогнозирования.

Заключительным выводом является необходимость формирования культуры финансовой дисциплины на всех уровнях

управления предприятием. Это включает строгое соблюдение бюджетов, своевременную отчетность и принятие решений на основе объективного финансового анализа. Только комплексный подход к управлению финансовыми ресурсами может обеспечить долгосрочную устойчивость и развитие бизнеса в современных условиях.

Вопросы для повторения

1. В чем заключается сущность финансов как экономической категории?
2. Как в законодательстве Узбекистана определяется понятие «финансы»?
3. Какие исторические этапы формирования финансовой системы Узбекистана можно выделить?
4. Каковы ключевые функции финансов в национальной экономике?
5. Какие элементы входят в финансовую систему Республики Узбекистан?
6. Чем отличаются централизованные и децентрализованные финансы? Приведите примеры.
7. Какие современные вызовы стоят перед финансовой системой Узбекистана?
8. Как классифицируются финансовые ресурсы и какие источники относятся к внутренним и внешним?
9. Какова роль капитала в деятельности предприятий и какие виды капитала выделяются?
10. В чем заключается теория структуры капитала Модильяни – Миллера и как её идеи применимы в условиях экономики Узбекистана?

Ситуационные вопросы (мини-кейсы)

1. Инвестиционный выбор. Предприятие в Узбекистане планирует модернизировать оборудование. У него есть два варианта: использовать амортизационные отчисления или привлечь банковский

кредит. Какие факторы следует учитывать при выборе источника финансирования?

2. Валютные риски. Компания-экспортёр хлопка получает выручку в долларах США, но расходы несёт в сумах. Как она может минимизировать валютные риски?

3. Структура капитала. У одного предприятия доля заёмных средств превышает 70%. Какие преимущества и риски это создаёт? Можно ли такую структуру считать устойчивой?

4. Государственная поддержка. Малое предприятие хочет воспользоваться льготным кредитом по госпрограмме. Какие плюсы и минусы этого источника финансирования по сравнению с коммерческим кредитом?

5. Цифровизация. Банк в Узбекистане внедряет систему онлайн-кредитования с применением ИИ для скоринга клиентов. Какие преимущества это даёт банку и клиентам? Какие риски возможны?

6. Финансовый рынок. Компания рассматривает выпуск корпоративных облигаций. В каких случаях выпуск облигаций выгоднее привлечения банковского кредита?

7. Резервный капитал. Зачем компании создавать резервный капитал, если у неё высокая текущая прибыль?

8. Венчурное финансирование. IT-стартап в Узбекистане ищет источники инвестиций. Почему венчурный капитал может быть более подходящим, чем банковский кредит?

9. ESG-факторы. Предприятие хочет привлечь зарубежных инвесторов. Как внедрение «зелёных» технологий и ESG-стандартов может повлиять на его финансовые возможности?

10. Кризис ликвидности. У компании резко выросла дебиторская задолженность. Какие шаги она должна предпринять для восстановления ликвидности?

ГЛАВА 2. КАПИТАЛ И ЕГО СТРУКТУРА

2.1-§. Экономическая сущность капитала и роль стоимости денег во времени в финансовом управлении

Капитал представляет собой фундаментальную основу любой экономической деятельности — это активы, которые используются для получения дохода и создания добавленной стоимости. В современном понимании капитал включает в себя не только денежные средства, но и оборудование, здания, технологии, интеллектуальные ресурсы и человеческий потенциал.

В классической экономической теории капитал рассматривается как один из трёх основных факторов производства наряду с трудом и землёй. Для предприятий Узбекистана особенно важно понимать, что капитал — это не статичный ресурс, а динамический инструмент роста, который требует грамотного управления и постоянного развития в условиях модернизации экономики страны.

Основной капитал представляет собой долгосрочные активы предприятия, которые многократно участвуют в производственном процессе, сохраняя свою натурально-вещественную форму и постепенно перенося свою стоимость на готовую продукцию посредством амортизационных отчислений. Срок их полезного использования, как правило, превышает один год. К основному капиталу относятся здания и сооружения (производственные цеха, административные здания, склады, инженерные коммуникации), производственное оборудование и машины (станки, сборочные линии, сельскохозяйственная техника, технологические установки), транспортные средства, компьютерная техника и программное обеспечение, а также земельные участки, используемые для сельскохозяйственных целей или строительства производственных объектов.

Таблица 2.1

Динамика интерпретаций капитала в научной традиции

Адам Смит ⁶	Капитал как накопленный запас, предназначенный для инвестиций и получения дохода. Он подчеркивал роль капитала в росте национального богатства через производительное использование.
Давид Рикардо ⁷	Капитал как часть богатства страны, которая используется для производства и распределения товаров. Он связывал капитал с накопленным трудом и его влиянием на производительность.
Карл Маркс ⁸	Капитал как самовозрастающая стоимость, возникающая в процессе эксплуатации наемного труда. Для Маркса капитал — это не просто вещь, а общественное отношение, приводящее к прибавочной стоимости.
Евгений фон Бём-Баверк ⁹	Капитал как совокупность промежуточных благ, используемых в производственном процессе. Он акцентировал внимание на роли времени в производстве и ценности капитала (теория окольных методов производства).
Ирвинг Фишер ¹⁰	Капитал как запас, который генерирует поток дохода с течением времени. Он рассматривал капитал как дисконтированную стоимость будущих потоков доходов, подчеркивая его временную стоимость.
Джон Мейнард Кейнс ¹¹	Капитал как накопленное богатство, которое приносит доход или услуги. Его теория уделяла внимание влиянию ожиданий и процентных ставок на инвестиции и формирование капитала.
Йозеф Шумпетер ¹²	Капитал как инструмент для инноваций и «созидательного разрушения». Он видел в капитале ключевой ресурс, позволяющий предпринимателям внедрять новые продукты и методы.
Фрэнк Найт ¹³	Капитал как постоянный фонд, а не как конкретные товары. Он подчеркивал, что капитал постоянно обновляется и реинвестируется, представляя собой поток услуг, а не запас.
Гэри Беккер ¹⁴	Человеческий капитал – навыки, знания и здоровье, приобретенные человеком и способствующие его производительности. Это понятие расширило традиционное понимание капитала, включив в него нематериальные активы.
Томас Пикетти ¹⁵	Капитал как совокупность всех активов, находящихся в частной собственности (земля, недвижимость, акции и т. д.), которые приносят доход. Его работа фокусируется на накоплении капитала и его влиянии на неравенство.

⁶ Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. — М.: Эксмо, 2007. — 960 с.

⁷ Рикардо Д. Начала политической экономии и налогообложения. — М.: Соцэкгиз, 1955. — 360 с.

⁸ Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 1. — М.: Политиздат, 1983. — 906 с.

⁹ Бём-Баверк Е. фон. Капитал и процент. Т. 1: История и критика теорий процента. — М.: Экономика, 2008. — 511 с.

¹⁰ Фишер И. Теория процента. — М.: Дело, 2000. — 480 с.

¹¹ Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. — М.: Гелиос АРВ, 2002. — 352 с.

¹² Шумпетер Й. А. Теория экономического развития. — М.: Прогресс, 1982. — 455 с.

¹³ Найт Ф. Х. Риск, неопределенность и прибыль. — М.: Дело, 2003. — 360 с.

¹⁴ Беккер Г. С. Человеческое поведение: экономический подход. — М.: ГУ ВШЭ, 2003. — 672 с.

¹⁵ Пикетти Т. Капитал в XXI веке. — М.: Ад Маргинем Пресс, 2015. — 592 с.

В Узбекистане это, например, текстильные фабрики в Ферганской долине, крупные промышленные комплексы в Ташкентской области, оборудование для автомобильной промышленности и переработки хлопка.

Оценка основного капитала может производиться по первоначальной, восстановительной или остаточной стоимости. Управление основными фондами включает планирование инвестиций, разработку амортизационной политики, проведение модернизации и капитального ремонта, а также обеспечение эффективного использования производственных мощностей. В условиях технологической модернизации экономики Узбекистана приоритетное значение имеют инвестиции в высокотехнологичное оборудование и цифровые решения, способствующие росту конкурентоспособности отечественных предприятий. Современные тенденции характеризуются увеличением вложений в нематериальные активы (патенты, лицензии, исследования и разработки), автоматизацию и роботизацию производственных процессов, внедрение «зеленых» технологий и энергоэффективного оборудования.

Оборотный капитал, в отличие от основного, представляет собой краткосрочные активы, которые полностью потребляются в течение одного производственного цикла или оборачиваются в течение года. Он необходим для обеспечения непрерывности текущей деятельности предприятия и поддержания его ликвидности. К нему относятся денежные средства в кассе и на счетах, товарно-материальные запасы (сырье, материалы, комплектующие, готовая продукция), дебиторская задолженность, незавершенное производство, а также краткосрочные финансовые вложения в высоколиквидные ценные бумаги и депозиты. В условиях Узбекистана, например, это могут быть запасы хлопка у текстильных предприятий или строительных материалов у застройщиков.

Эффективное управление оборотным капиталом имеет ключевое значение для поддержания финансовой устойчивости предприятий. Оно включает оптимизацию запасов (в том числе с использованием систем «точно в срок»), управление дебиторской задолженностью

через кредитную политику и механизмы инкассации, а также контроль и планирование денежных потоков. Современные тенденции в этой сфере связаны с цифровизацией платежей, автоматическим управлением запасами и прогнозированием спроса на основе больших данных и искусственного интеллекта, а также с развитием гибких цепочек поставок, что позволяет быстрее реагировать на изменения рыночной конъюнктуры.

Собственный капитал представляет собой средства, принадлежащие владельцам предприятия и не подлежащие возврату внешним кредиторам. К его основным элементам относятся уставной капитал, формируемый за счёт первоначальных взносов учредителей при создании организации; добавочный капитал, возникающий за счёт дополнительных вложений сверх номинальной стоимости акций или долей; а также нераспределённая прибыль, которая отражает накопленные доходы, реинвестированные в развитие бизнеса. В Республике Узбекистан минимальный размер уставного капитала для различных организационно-правовых форм предприятий регламентируется национальным законодательством, что обеспечивает защиту интересов кредиторов и устойчивость хозяйствующих субъектов.

Заёмный капитал — это привлечённые средства, полученные от внешних источников с обязательством возврата и уплаты процентов. Основными его формами выступают банковские кредиты, предоставляемые коммерческими банками на условиях срочности и платности; облигационные займы, позволяющие привлечь финансирование через выпуск корпоративных облигаций; а также лизинговое финансирование, предполагающее долгосрочную аренду оборудования или транспорта с последующим правом выкупа. В Узбекистане значимую роль играют государственные программы поддержки малого и среднего бизнеса, предоставляющие льготные кредиты и субсидии для стимулирования предпринимательской активности.

Добавочный и резервный капитал выполняют важные функции в системе финансирования предприятия. Добавочный капитал

формируется за счёт эмиссионного дохода, переоценки активов и других источников, превышающих номинальную стоимость вложений. Он способствует укреплению финансовой базы организации и может использоваться для покрытия убытков либо увеличения уставного капитала. Резервный капитал, в свою очередь, создаётся в соответствии с законодательством и внутренними нормативами предприятия для покрытия возможных убытков, выплаты дивидендов при недостатке прибыли или обеспечения иных обязательств.

Добавочный капитал представляет собой прирост собственного капитала организации, возникающий в результате различных операций. Основными источниками его формирования являются эмиссионный доход, возникающий при продаже акций выше номинальной стоимости, переоценка основных средств в сторону увеличения, а также безвозмездно полученные активы от государства или других организаций. В условиях инфляции в Узбекистане регулярная переоценка основных фондов играет важную роль в поддержании их реальной стоимости и отражении справедливой величины активов в бухгалтерском балансе.

Резервный капитал выполняет функции страхового фонда предприятия, формируемого для обеспечения финансовой устойчивости и снижения рисков. Он используется для покрытия непредвиденных убытков, финансирования развития и модернизации, а также для выплаты дивидендов в периоды снижения прибыльности. Таким образом, резервный капитал служит важным инструментом обеспечения стабильности хозяйственной деятельности и защиты интересов собственников и инвесторов.

Реальный капитал представляет собой совокупность материальных и нематериальных активов, непосредственно участвующих в процессе производства. К нему относятся производственное оборудование и станки, здания и сооружения, транспортные средства, а также объекты интеллектуальной собственности — патенты, лицензии и программное обеспечение. Для предприятий Узбекистана приоритетным направлением является

модернизация реального капитала в рамках государственных программ индустриализации и цифровизации экономики.

Финансовый капитал включает денежные ресурсы и финансовые инструменты, используемые для инвестиций и финансирования деятельности компаний. Он может представлять собой денежные средства в национальной и иностранной валюте, ценные бумаги (акции, облигации, векселя), банковские депозиты, а также инвестиционные фонды. Развитие фондового рынка Узбекистана открывает новые возможности для эффективного управления финансовым капиталом и привлечения дополнительных инвестиций в экономику.

Структура капитала компании определяется соотношением различных источников финансирования, прежде всего собственного и заёмного капитала. Оптимальное сочетание этих источников является ключевым фактором обеспечения финансовой устойчивости и конкурентоспособности предприятия. Для большинства узбекских компаний рекомендуемое соотношение заёмного и собственного капитала определяется исходя из отраслевых особенностей, уровня риска и доступности кредитных ресурсов. Безопасный уровень долговой нагрузки позволяет сохранять финансовую стабильность, в то время как чрезмерный леверидж увеличивает риски банкротства.

Поиск оптимальной структуры капитала является одной из важнейших задач финансового менеджмента. Согласно теории Модильяни — Миллера, ключевыми факторами при её формировании выступают налоговые преимущества долга (так как проценты по кредитам уменьшают налогооблагаемую прибыль) и затраты финансовых затруднений, связанные с риском банкротства при чрезмерной долговой нагрузке. Для предприятий Узбекистана важными условиями выступают уровень развития банковской системы и доступность кредитования, государственные программы поддержки бизнеса, особенности налогового законодательства, волатильность национальной валюты, а также специфика отдельных отраслей. Так, в стране действуют специальные программы льготного кредитования для экспортёров, IT-компаний и предприятий, внедряющих

энергоэффективные технологии, что напрямую влияет на формирование оптимальной структуры капитала.

Практическим примером взаимодействия различных видов капитала может служить развитие текстильного предприятия в Узбекистане. На этапе создания предприниматель вносит уставной капитал в размере 500 млн сум для регистрации общества и начала деятельности. Для расширения бизнеса компания привлекает льготный кредит на 2 млрд сум под 7% годовых через Фонд развития предпринимательства, который используется для приобретения современного текстильного оборудования стоимостью 1,8 млрд сум и формирования оборотных средств в размере 700 млн сум для закупки хлопкового сырья и выплаты заработной платы. В ходе операционной деятельности оборотный капитал обеспечивает регулярные закупки сырья и выплату заработной платы 50 сотрудникам, а также покрытие текущих расходов в объёме 150 млн сум в месяц. Через три года работы предприятие сумело реинвестировать 400 млн сум чистой прибыли в резервный капитал и модернизацию производственных мощностей, что позволило повысить производительность на 35% и получить сертификат качества для выхода на рынок ЕС.

В условиях динамично развивающейся экономики Узбекистана понимание природы капитала и принципов временной стоимости денег приобретает особую практическую значимость. Предприятия страны — от малого бизнеса до крупных государственных корпораций — ежедневно сталкиваются с необходимостью принятия обоснованных финансовых решений, опираясь на эти фундаментальные концепции. Использование данных концепций позволяет не только оптимизировать распределение ресурсов, но и повысить инвестиционную привлекательность, способствуя устойчивому росту и развитию в условиях глобализации и региональной конкуренции.

В условиях стремительных экономических реформ и приватизации в Узбекистане, таких как развитие фондового рынка, либерализация валютного регулирования и поддержка предпринимательства, эффективное управление капиталом и глубокое понимание временной стоимости денег становятся ключевыми факторами успеха. Эти принципы формируют основу для адекватной

оценки инвестиционных проектов, управления оборотным капиталом, формирования оптимальной структуры финансирования и принятия стратегических решений, способствующих долгосрочному процветанию предприятий.

Капитал в широком смысле представляет собой накопленные ресурсы, способные генерировать доход. Он является краеугольным камнем любой экономической деятельности. Для предприятия капитал проявляется в различных формах. Физический капитал - это оборудование, здания, сооружения, транспортные средства и другие материальные активы, используемые в производственном процессе. Например, новые текстильные фабрики в Андижанской области или современные теплицы в Ташкентской области, привлекающие инвестиции для расширения производственных мощностей. Денежные средства, инвестиции в ценные бумаги, депозиты и прочие финансовые инструменты, обеспечивающие ликвидность и возможность финансирования операционной и инвестиционной деятельности. Это может быть, как собственные средства компании, так и заемные средства от коммерческих банков Узбекистана или международных финансовых институтов.

Человеческий капитал: Знания, навыки, опыт и квалификация сотрудников, которые создают добавленную стоимость. В Узбекистане, с его молодым и растущим населением, инвестиции в образование и профессиональную подготовку являются критически важными для развития этого вида капитала.

Интеллектуальный капитал: Патенты, лицензии, торговые марки, ноу-хау, базы данных и репутация компании. Например, разработка уникальных IT-решений для банковского сектора Узбекистана или внедрение передовых агротехнологий, защищенных патентами.

Временная стоимость денег. Этот фундаментальный принцип гласит, что денежная сумма, полученная сегодня, имеет большую ценность, чем та же сумма, полученная в будущем. Это обусловлено тремя основными факторами: инфляцией (снижение покупательной способности денег), альтернативными издержками (возможность инвестировать и получить доход) и риском неполучения будущих денежных средств. Понимание временной стоимости денег позволяет корректно оценивать инвестиции, принимать решения о кредитовании

и определять справедливую стоимость активов. Например, инвестор в Узбекистане предпочтет получить 1 000 000 сумов сегодня, чтобы вложить их в высокодоходный проект или положить на депозит под процент, чем получить ту же сумму через год.

Роль менеджера в финансовом управлении. Финансовый менеджер в узбекском предприятии активно использует концепции капитала и временной стоимости денег для следующих целей.

Оценки инвестиционных проектов. С помощью таких методов, как чистая приведенная стоимость (NPV) и внутренняя норма доходности (IRR), менеджеры определяют, стоит ли инвестировать в новый производственный цех или расширять сеть розничных магазинов.

Формирования структуры капитала. Определяется оптимальное соотношение собственного и заемного капитала, чтобы минимизировать стоимость капитала и максимизировать стоимость предприятия.

Управления оборотным капиталом. Принятие решений о запасах, дебиторской и кредиторской задолженности с учетом временной стоимости денег, чтобы обеспечить достаточную ликвидность и эффективность операций.

Оценки активов и бизнеса. Определение справедливой рыночной стоимости компаний, акций или облигаций с учетом дисконтирования будущих денежных потоков.

Например, при рассмотрении строительства нового логистического центра вблизи Ташкента, финансовый менеджер будет оценивать не только первоначальные затраты и ожидаемые будущие доходы, но и дисконтировать эти доходы к сегодняшнему дню, чтобы принять обоснованное решение. Такой подход позволяет избежать принятия убыточных проектов и обеспечивает оптимальное распределение ограниченных ресурсов предприятия.

Таблица 2.1

Виды капитала предприятия и их характеристики

Вид капитала	Характеристика	Примеры в Узбекистане
Физический капитал	Оборудование, здания, сооружения, транспортные средства и другие	Новые текстильные фабрики в Андижанской области или современные

	материальные активы, используемые в производственном процессе.	теплицы в Ташкентской области, привлекающие инвестиции для расширения производственных мощностей.
Финансовый капитал	Денежные средства, инвестиции в ценные бумаги, депозиты и прочие финансовые инструменты, обеспечивающие ликвидность и возможность финансирования операционной и инвестиционной деятельности.	Собственные средства компании, заемные средства от коммерческих банков Узбекистана или международных финансовых институтов.
Человеческий капитал	Знания, навыки, опыт и квалификация сотрудников, которые создают добавленную стоимость.	Инвестиции в образование и профессиональную подготовку, критически важные для развития этого вида капитала с молодым и растущим населением Узбекистана.
Интеллектуальный капитал	Патенты, лицензии, торговые марки, ноу-хау, базы данных и репутация компании.	Разработка уникальных IT-решений для банковского сектора Узбекистана или внедрение передовых агротехнологий, защищенных патентами.

Капитал — это совокупность экономических ресурсов, которые используются для производства товаров и услуг, а также для финансирования операционной и инвестиционной деятельности предприятия, обеспечивая его устойчивое развитие и способность генерировать доход. В широком экономическом смысле капитал выходит за рамки простого понятия денег, выступая как актив, способный создавать новую стоимость через производственные процессы, инвестиции и инновации. Он является одним из ключевых факторов производства, наряду с трудом и землей, и отражает инвестированную стоимость, которая приносит прибыль.

В контексте Узбекистана, понятие капитала и его правовое регулирование играют фундаментальную роль в формировании рыночной экономики. Законодательная база, включая Гражданский кодекс Республики Узбекистан, Закон «Об акционерных обществах и защите прав акционеров», а также нормативные акты Министерства финансов и Центрального банка, детально регламентируют порядок формирования, использования и учета капитала. Предприятия обязаны строго соблюдать эти нормативы, четко разграничивая источники формирования собственного и заемного капитала при составлении финансовой отчетности в соответствии с Национальными стандартами бухгалтерского учета (НСБУ) или Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО), что критически важно для прозрачности и привлечения инвестиций.

Представляет собой долгосрочные финансовые ресурсы, принадлежащие владельцам предприятия. Его основные компоненты включают: уставный капитал (формируемый за счет выпуска акций или вкладов учредителей), нераспределённую прибыль (аккумулированная чистая прибыль), добавочный капитал (превышение продажной цены акций над их номинальной стоимостью) и резервный капитал (формируемый для покрытия убытков). Для АО Узбекистана, например, АО «Кварц» или АО «Узметкомбинат», уставный фонд формируется в сумах и является ключевым показателем, определяющим масштаб деятельности и финансовую устойчивость.

Заемный капитал. Охватывает все виды обязательств предприятия перед внешними кредиторами. Он делится на долгосрочный (кредиты и займы со сроком погашения более года, например, еврооблигации, выпущенные банками НБУ или Узпромстройбанк на международных рынках) и краткосрочный (кредиты и займы сроком до года, торговая кредиторская задолженность). Источниками заёмного капитала могут быть облигации, банковские кредиты (выдаваемые такими крупными узбекскими банками, как Асакабанк, Народный банк), а также международные займы от МФО (ЕБРР, АБР) и лизинг оборудования, популярный среди предприятий малого и среднего бизнеса.

Эффективное управление капиталом — это основа для формирования и финансирования всех видов активов компании: от основных средств (зданий, оборудования) до оборотных активов

(запасов, дебиторской задолженности). Капитал является ключевым фактором создания долгосрочной стоимости для акционеров и заинтересованных сторон, поскольку позволяет финансировать инвестиционные проекты, расширять производство и внедрять инновации. Оптимальная структура капитала минимизирует его стоимость и максимизирует рыночную стоимость предприятия.

В контексте динамично меняющейся экономики Узбекистана, особую роль продолжает играть государственный капитал. Значительная часть крупнейших предприятий страны, таких как АО «Навоийский горно-металлургический комбинат», АО «Алмалыкский горно-металлургический комбинат» и другие стратегически важные активы, находятся под государственным контролем. Это определяет специфику формирования, привлечения и управления их капиталом, где решения часто принимаются с учетом государственных программ развития и социальных обязательств.

Однако, в рамках широкомасштабных приватизационных реформ, инициированных в последние годы, баланс между государственным и частным капиталом стремительно меняется. Цель этих реформ — уменьшение доли государства в экономике, повышение эффективности управления и привлечение прямых иностранных и отечественных инвестиций. Продажа государственных активов, проведение IPO и SPO для таких компаний, как UzAuto Motors или Kokand Mechanical Plant, не только открывают новые возможности для инвесторов, но и способствуют развитию фондового рынка, углубляя понимание капитала как инструмента рыночного финансирования и создания добавленной стоимости.

Концепция временной стоимости денег (Time Value of Money — TVM) является краеугольным камнем современных финансов, пронизывая все аспекты инвестиционного анализа, бюджетирования капитала и оценки активов. Её суть проста и интуитивно понятна: денежная единица, имеющаяся в распоряжении сегодня, обладает большей ценностью, чем та же единица, которая будет получена в будущем. Это обусловлено двумя основными причинами: во-первых, возможностью инвестирования текущих средств для получения дохода (концепция альтернативных издержек), и, во-вторых, влиянием инфляции и риска, обесценивающих будущие денежные потоки.

В Узбекистане эта концепция приобретает дополнительное измерение с учётом динамичного экономического развития, амбициозных реформ и специфики денежно-кредитной политики Центрального банка Республики Узбекистан. Исторически высокий уровень инфляции и колебания процентных ставок делают точный учёт TVM критически важным для принятия обоснованных финансовых решений как на уровне государства, так и для частного бизнеса и индивидуальных инвесторов.

Деньги, имеющиеся сегодня, могут быть немедленно инвестированы в различные финансовые инструменты или производственные активы для получения прибыли. В Узбекистане доступны такие аvenues, как банковские депозиты (например, в Узпромстройбанке или Асакабанке), государственные облигации (выпускаемые Министерством финансов), акции на Ташкентской фондовой бирже (активно развивающемся сегменте после приватизации), а также прямые инвестиции в бизнес и недвижимость. Например, средняя ставка по срочным депозитам в национальной валюте в коммерческих банках Узбекистана составляет 18–22% годовых, что демонстрирует значительную стоимость упущенных возможностей (opportunity cost) для неинвестированных средств.

При расчете будущей стоимости используется формула:

$$P_n = P * (1 + r)^n$$

P – инвестируемая сумма;

P_n – сумма, получаемая через n лет;

n – число лет, когда сумма находится на счете;

r – ставка процента.

Например, 1 000 000 сумов, инвестированные сегодня под 20% годовых, через 3 года превратятся в $1\,000\,000 * (1 + 0.20)^3 = 1\,728\,000$ сумов. Это наглядно демонстрирует, как капитал способен генерировать новую стоимость.

Таблица 2.2

Расчет будущей стоимости при различных процентных ставках (PV = 1 000 000 сумов)

Процентная ставка (r)	1 год	3 года	5 лет	10 лет
10%	1 100 000	1 331 000	1 610 510	2 593 742
15%	1 150 000	1 520 875	2 011 357	4 045 558

20%	1 200 000	1 728 000	2 488 320	6 191 736
25%	1 250 000	1 953 125	3 051 758	9 313 226

Использование концепции TVM лежит в основе метода дисконтированных денежных потоков (Discounted Cash Flow – DCF), широко применяемого при оценке инвестиционных проектов, компаний и активов. Этот метод позволяет привести все будущие доходы и расходы по проекту к их текущей стоимости, делая возможным объективное сравнение альтернативных инвестиционных возможностей. В рамках стратегии «Узбекистан — 2030» и крупных государственных инвестиционных программ (например, по развитию инфраструктуры или промышленности) оценка проектов методом DCF является стандартной практикой, позволяющей определить их экономическую целесообразность и вклад в национальную экономику.

Формула для расчета текущей стоимости будущих денежных потоков:

$$P = \frac{Pn}{(1+r)^n}.$$

Корректный выбор ставки дисконтирования имеет решающее значение и включает в себя учет безрисковой ставки (например, по государственным ценным бумагам Узбекистана) и премии за риск, специфичной для данного проекта или отрасли.

В условиях Узбекистана, где уровень инфляции традиционно остается повышенным (например, в 2023 году годовая инфляция составляла около 8–10%), инфляционные ожидания являются ключевым фактором при определении ставки дисконтирования. Высокая инфляция обесценивает будущие денежные потоки, требуя соответствующей корректировки ставки дисконтирования для сохранения покупательной способности капитала. Без учета инфляции реальная доходность инвестиций может оказаться значительно ниже ожидаемой.

Кроме инфляции, ставка дисконтирования также должна учитывать риски, связанные с инвестицией: кредитный риск (риск дефолта заемщика), страновой риск (политическая и экономическая нестабильность), валютный риск (для проектов с доходами/расходами в разных валютах) и операционный риск. Например, при оценке проекта по строительству нового производственного предприятия в

регионе Узбекистана, необходимо учитывать как риски, связанные с рынком сбыта и производством, так и макроэкономические риски. Центральный банк Республики Узбекистан регулярно публикует обзоры инфляции и ключевой ставки, что служит важной отправной точкой для формирования ставки дисконтирования.

Принцип временной стоимости денег гласит, что все будущие денежные потоки должны быть приведены к их текущей стоимости для объективной и сопоставимой оценки инвестиционных решений. Этот принцип не просто академическая теория, но и фундаментальная норма, закреплённая в методических рекомендациях Министерства экономики и финансов Республики Узбекистан по оценке государственных и частных инвестиционных проектов, а также в стандартах финансовой отчетности, используемых на территории страны.

Понимание TVM позволяет предприятиям и инвесторам в Узбекистане следующие (рис. 2.1)



Рисунок 2.1. Концепция временной стоимости денег (TVM)

Финансовый менеджер узбекского предприятия, вооружённый концепцией временной стоимости денег (TVM), способен принимать качественно иные, стратегически важные решения в области инвестиций, финансирования и управления оборотным капиталом. В условиях активной реализации масштабных инфраструктурных проектов, диверсификации экономики и приватизации государственных активов в рамках «Стратегии развития Нового Узбекистана до 2030 года», этот инструментарий становится не просто полезным, а критически важным для обеспечения устойчивого роста и конкурентоспособности. Понимание TVM позволяет адекватно оценивать будущие денежные потоки, дисконтируя их к текущему моменту, что является фундаментом для рационального распределения ограниченных финансовых ресурсов.

Концепция TVM является ключевым инструментом для обоснованных решений о целесообразности капиталовложений. Финансовый менеджер может объективно сравнить альтернативные варианты: инвестировать в модернизацию оборудования, расширение производственных мощностей, разработку новых продуктов или временно разместить свободные средства на банковском депозите. Применяя методы чистой приведённой стоимости (NPV) или внутренней нормы доходности (IRR), основанные на TVM, менеджер может определить, какой проект создаст наибольшую ценность для предприятия. Например, при оценке проекта строительства новой текстильной фабрики в Ферганской долине, что является приоритетом в рамках государственных программ поддержки экспорта, менеджеру необходимо учитывать не только первоначальные затраты, но и будущие доходы, обесцененные с учетом временной стоимости и рисков, присущих узбекскому рынку. Это особенно актуально для предприятий, участвующих в государственных инвестиционных программах Узбекистана, где требуется строгий экономический расчет.

TVM играет центральную роль в корректном расчёте средневзвешенной стоимости капитала (WACC) — ключевого показателя, представляющего собой минимально приемлемую норму доходности, которую должен приносить инвестиционный проект, чтобы увеличить акционерную стоимость. WACC включает в себя

стоимость собственного и заёмного капитала, каждая из которых оценивается с помощью методов, основанных на TVM. Например, стоимость заёмного капитала определяется на основе текущих рыночных процентных ставок по кредитам и облигациям, дисконтируя будущие процентные платежи. Стоимость собственного капитала может быть оценена с помощью модели дисконтирования дивидендов или модели CAPM, обе из которых также базируются на принципе TVM. Для узбекских компаний, активно привлекающих финансирование от международных банков развития (таких как АБР, ЕБРР, Всемирный банк) или через размещение евробондов на международных рынках, точный расчёт WACC особенно важен. Это позволяет не только согласовать выгодные условия займов, но и обеспечить финансовую устойчивость предприятия при реализации долгосрочных проектов, например, в сфере возобновляемой энергетики, где инвестиции имеют длительный срок окупаемости.

Понимание временной стоимости денег напрямую влияет на стратегический выбор между собственным и заёмным капиталом. Финансовый менеджер должен оценить не только текущие затраты на привлечение капитала, но и их влияние на будущие денежные потоки и риски. Например, заёмный капитал (кредиты, облигации) обычно требует регулярных процентных платежей, которые являются фиксированными расходами и могут представлять риск в периоды спада. Однако, в Узбекистане Налоговый кодекс предусматривает ряд льгот по заёмному финансированию, что делает его более привлекательным. С другой стороны, привлечение собственного капитала (эмиссия акций) не обременяет компанию фиксированными обязательствами, но может привести к размыванию доли существующих акционеров. С помощью TVM, менеджер может сравнить дисконтированную стоимость будущих выплат по процентам и дивидендам, а также оценить влияние каждого источника на стоимость предприятия в долгосрочной перспективе, особенно с учетом волатильности процентных ставок и курса национальной валюты.

2.2-§. Методы расчета стоимости капитала на основе простых и сложных процентов

Владение методами расчёта стоимости капитала — обязательный профессиональный навык финансового специалиста. В Узбекистане, где рынок банковских услуг активно развивается (более 30 коммерческих банков, государственные программы льготного кредитования), умение точно рассчитать реальную стоимость заёмного капитала позволяет предприятиям избегать скрытых издержек и принимать обоснованные решения. В условиях продолжающейся либерализации экономики и интеграции в международные финансовые рынки, а также активного привлечения прямых иностранных инвестиций для реализации крупных проектов в энергетике, транспорте и сельском хозяйстве, потребность в глубоком понимании этих концепций возрастает многократно. Неточные расчёты могут привести к ошибочным инвестиционным решениям, потере конкурентоспособности и снижению рентабельности.

Простые проценты. Метод простых процентов является фундаментальным подходом к расчёту стоимости капитала, при котором проценты начисляются исключительно на первоначальную сумму основного долга или инвестиции. Этот метод игнорирует эффект капитализации процентов и обычно применяется для краткосрочных финансовых операций, таких как краткосрочные кредиты, векселя или депозиты до одного года. В Узбекистане простые проценты могут использоваться при расчёте доходности краткосрочных государственных ценных бумаг или процентов по оборотным кредитам, выдаваемым коммерческими банками, например, для финансирования сезонных закупок сельскохозяйственной продукции.

Формула простых процентов

$$P_n = P * (1 + rn), \quad (1)$$

Где P – инвестируемая сумма;

P_n – сумма, получаемая через n лет;

n – число лет, которое сумма находится на счете;

r – ставка процента.

При начислении простого процента в течение года, если срок нахождения суммы на счете меньше года, получаемая сумма определяется по формуле:

$$P_t = P * (1 + r * \frac{t}{\text{база}}), \quad (2)$$

P_t – сумма, получаемая через t дней (месяцев);

База (финансовый год) = 360 или 365 дней.

Например, если узбекское предприятие берёт кредит в размере 100 000 000 сум на 6 месяцев под 18% годовых по схеме простых процентов, то сумма процентов составит: $100\,000\,000 \times 0.18 \times 0.5 = 9\,000\,000$ сум. Этот метод прост в понимании и расчёте, но его применение ограничено случаями, когда временной горизонт не позволяет процентам накапливаться и генерировать новый доход.

Сложные проценты. Сложные проценты, или капитализация процентов, представляют собой более сложный и реалистичный метод расчёта, особенно для долгосрочных финансовых операций. При этом методе проценты начисляются не только на первоначальную сумму, но и на накопленные проценты предыдущих периодов. Это создаёт "эффект снежного кома", когда сумма процентов растёт экспоненциально со временем. Для узбекских предприятий, участвующих в долгосрочных инвестиционных проектах, привлекающих многолетние займы от международных финансовых институтов или размещающих средства на депозитах на длительный срок, понимание сложных процентов критически важно для адекватной оценки будущих денежных потоков и стоимости капитала.

$$P_n = P * (1 + r)^n, \quad (3)$$

Где P – инвестируемая сумма;

P_n – сумма, получаемая через n лет;

n – число лет, когда сумма находится на счете;

r – ставка процента.

Если проценты начисляются разные проценты за разные периоды времени, то формула (3) принимает вид:

$$P_n = (1 + r_1) * (1 + r_2) + \dots + (1 + r_n), \quad (4)$$

Где r_i – процент за соответствующий год.

В случае начисления сложного процента в рамках года формула (3) принимает вид:

$$P_n = P * (1 + \frac{r}{m})^{mn}, \quad (5)$$

Где m – периодичность начисление процентов в течение года.

Эффективный процент.

$$r_{\text{эф.}} = \left[\left(1 + \frac{r}{m} \right)^m \right] - 1 \quad (6)$$

где r_i – эффективный процент;

r – простой процент в расчете на год, который задан по условиям финансового инструмента;

m – периодичность начисления процентов в течение года.

Если в рамках года целое число периодов начисления процентов не укладывается, то формула (6) принимает вид:

$$r_{\text{эф.}} = \left(1 + r * \frac{t}{\text{база}} \right)^{\frac{\text{база}}{t}} - 1, \quad (7)$$

где t – период финансовой операции (например, время краткосрочного банковского депозита, время с начала покупки до продажи или погашения ценной бумаги меньше года).

Если задается доходность финансовой операции на срок меньше года, то формула (7) принимает вид:

$$r_{\text{эф}} = \left(1 + r_t \right)^{\frac{\text{база}}{t}} - 1, \quad (8)$$

Где r_t – доходность за период t .

Пример. Эффективный процент равен 8.16% в год. Определить эквивалентный ему простой процент в расчете на год, если начисление процентов осуществляется ежеквартально.

Из формулы (6) простой процент равен:

$$r = m \left(\sqrt[m]{1 + r_{\text{эф.}}} \right) - 1. \quad (9)$$

Согласно (9) эквивалентный простой процент равен:

$$r = 2 \left(\sqrt[4]{1 + 0.0816} - 1 \right) = 0.08 \text{ или } 8\% \text{ в год.}$$

Дисконтированный анализ денежных потоков (DCF). Этот метод широко используется для оценки инвестиционных проектов, компаний и активов. Он основан на концепции временной стоимости денег, дисконтируя будущие денежные потоки к их текущей стоимости. Ставка дисконтирования, часто представляющая собой средневзвешенную стоимость капитала (WACC), напрямую зависит от корректного расчёта затрат на собственный и заёмный капитал, в основе которых лежат принципы простых и сложных процентов. Для Узбекистана, где правительство активно стимулирует приток инвестиций в стратегические отрасли, DCF-анализ позволяет оценить

реальную привлекательность проектов, таких как строительство новых электростанций или модернизация ирригационных систем, с учётом инфляции и рисков.

Управление стоимостью капитала. Финансовый менеджер использует эти методы для определения наиболее оптимальной структуры капитала, балансируя между собственным и заёмным финансированием. Расчёты показывают, как различные процентные ставки и методы их начисления влияют на общую стоимость привлечённых средств и, следовательно, на рентабельность проекта. В контексте Узбекистана, где существуют государственные программы поддержки предприятий через льготные кредиты (например, через Фонд поддержки предпринимательства), понимание сложных процентов помогает максимизировать выгоду от таких инструментов и оптимизировать WACC. Эффективное управление стоимостью капитала напрямую влияет на создание стоимости для акционеров и устойчивое развитие предприятия.

Анализ долговых инструментов. Оценка облигаций, евробондов, выпускаемых государством или крупными узбекскими компаниями, а также других долговых обязательств требует точного применения принципов временной стоимости денег. Различия в схемах начисления процентов (простые или сложные, ежегодно, ежеквартально или ежемесячно) существенно влияют на эффективную доходность для инвестора и эффективную стоимость для эмитента.

Метод простых процентов является фундаментальным подходом к расчёту стоимости использования капитала, предполагающим начисление процентного дохода исключительно на первоначальную (основную) сумму, известную как капитал или тело кредита. В отличие от сложных процентов, ранее начисленные проценты не капитализируются и не включаются в базу для последующих начислений. Этот метод выделяется своей прозрачностью и простотой расчёта, что делает его предпочтительным для финансовых операций с коротким сроком.

Применение простых процентов характерно для ситуаций, где период начисления процентов относительно короток, или когда административная простота имеет приоритет. В контексте Узбекистана этот метод активно используется в нескольких ключевых областях.

Например, он лежит в основе расчёта штрафных санкций и пеней по налоговым обязательствам, что обеспечивает однозначность и предсказуемость для налогоплательщиков и контролирующих органов. Также простые проценты применяются при оформлении краткосрочных торговых кредитов между предприятиями для финансирования операционных нужд или закупок товарно-материальных ценностей. В банковской практике Узбекистана простые проценты могут использоваться для начисления дохода по краткосрочным банковским депозитам, особенно тем, срок размещения которых не превышает 30 дней, что упрощает расчёты для вкладчиков и банков.

Понимание этого базового метода является отправной точкой для дальнейшего освоения более сложных финансовых инструментов и моделей.

Ограничения метода и его роль в современном финансовом анализе. Не учитывает эффект реинвестирования (капитализации) процентов. Основным недостатком простых процентов является игнорирование возможности получения дохода от ранее начисленных процентов. В реальных условиях, особенно при долгосрочных вложениях или заимствованиях, проценты, как правило, капитализируются, то есть добавляются к основной сумме и сами начинают приносить доход. Отсутствие учёта этого эффекта приводит к искажённому представлению о реальной доходности инвестиций или истинной стоимости заёмного капитала.

Занижает реальную стоимость долгосрочного капитала. При использовании простых процентов для оценки долгосрочных финансовых инструментов, фактическая стоимость или доходность будет всегда выше рассчитанной, поскольку инвестор или кредитор упускает потенциальный доход от реинвестирования промежуточных процентов. Это может привести к ошибочным управленческим решениям и неоптимальному распределению ресурсов.

Непригоден для оценки долгосрочных инвестиционных проектов. Для оценки долгосрочных инвестиций, таких как проекты с многолетним горизонтом реализации (например, строительство новых производственных мощностей, разработка месторождений), метод простых процентов абсолютно не подходит. В таких случаях

необходимо применять методы, учитывающие временную стоимость денег и капитализацию процентов, такие как дисконтирование денежных потоков (DCF) или расчёт внутренней нормы доходности (IRR), чтобы получить адекватную картину экономической эффективности проекта. Использование простых процентов в этих сценариях привело бы к значительному недооценке или переоценке стоимости, делая проект либо необоснованно привлекательным, либо, наоборот, отталкивающим.

Отсутствие универсальности. Несмотря на свою простоту, метод простых процентов является узкоспециализированным и ограниченным в применении, особенно в условиях развитых финансовых рынков, где преобладают сложные процентные начисления.

Таблица 2.3

Сравнение простых и сложных процентов

Период (лет)	Накопленная сумма (простые проценты)	Накопленная сумма (сложные проценты)	Разница (сложные - простые)
1	5 900 000 сум	5 900 000 сум	0 сум
2	6 800 000 сум	6 962 000 сум	162 000 сум
3	7 700 000 сум	8 215 160 сум	515 160 сум
4	8 600 000 сум	9 693 889 сум	1 093 889 сум

Метод сложных процентов, также известный как компаундирование, является фундаментальным понятием в финансах, который учитывает начисление дохода не только на первоначальную сумму основного капитала, но и на все ранее накопленные проценты (проценты на проценты). В отличие от простых процентов, этот механизм обеспечивает экспоненциальный рост капитала, что делает его незаменимым инструментом для адекватного отражения реальной динамики увеличения стоимости активов в долгосрочной перспективе.

В современном глобализированном финансовом мире сложные проценты служат международным стандартом финансовой практики. Их применение критически важно для принятия обоснованных инвестиционных решений, оценки эффективности проектов и формирования капитала. В контексте динамично развивающейся экономики Узбекистана, этот метод приобретает особую значимость. Он активно используется при оценке государственных предприятий

для целей приватизации, привлечения прямых иностранных инвестиций в стратегические отрасли, а также при анализе долгосрочных инфраструктурных проектов, таких как строительство новых производственных комплексов или модернизация транспортной сети. Понимание принципов компаундирования позволяет узбекским компаниям и инвесторам точно прогнозировать будущую стоимость инвестиций и формировать эффективные финансовые стратегии.

Помимо финансовых инвестиций, сложные проценты также применимы в макроэкономическом анализе и демографии для прогнозирования роста населения, ВВП, а также оценки долгосрочных обязательств пенсионных фондов. В Узбекистане, с его молодым населением и развивающимся рынком, понимание этих принципов помогает государственным органам и частному сектору в разработке долгосрочных стратегий развития и управлении рисками.

Таблица 2.4

Влияние частоты начисления процентов на будущую стоимость

Частота начисления	N (раз в год)	Будущая стоимость (сум)
Ежегодно	1	17 280 000
Раз в полгода	2	17 715 610
Ежеквартально	4	17 958 560
Ежемесячно	12	18 159 870
Ежедневно	365	18 219 400

2.3-§. Оценка денежных потоков и аннуитетных платежей при управлении капиталом предприятия

Денежный поток (Cash Flow) представляет собой совокупность притоков и оттоков денежных средств предприятия за определённый, фиксированный период времени. Это один из ключевых показателей финансовой устойчивости и платежеспособности компании, отражающий реальное движение денежных средств, в отличие от бухгалтерской прибыли, которая может быть подвержена различным учётным манипуляциям. Анализ денежных потоков позволяет оценить способность компании генерировать средства для погашения обязательств, инвестирования в развитие и выплаты дивидендов.

В финансовом менеджменте традиционно выделяют три основных вида денежных потоков, каждый из которых несет уникальную информацию о финансовом состоянии и операционной модели компании. Их детальный анализ критичен для любого инвестиционного решения, особенно в условиях динамично развивающейся экономики, такой как Узбекистан.

Операционный CF (OCF). Генерируется непосредственно основной деятельностью предприятия. Включает поступления от реализации товаров/услуг и выплаты поставщикам, сотрудникам, а также налоги. Например, для узбекского текстильного предприятия OCF — это выручка от продажи пряжи и готовой одежды за вычетом затрат на хлопок, зарплату рабочим и налоги.

Инвестиционный CF (ICF). Отражает денежные операции, связанные с покупкой или продажей долгосрочных активов, таких как основные средства, нематериальные активы, а также долгосрочные финансовые инвестиции. Для горнодобывающей компании Узбекистана это могут быть затраты на приобретение нового оборудования для добычи или доходы от продажи устаревшей техники.

Финансовый CF (FCF). Включает потоки, изменяющие структуру собственного и заемного капитала компании. Это получение и погашение кредитов, выпуск и выкуп акций, выплата дивидендов. Например, для крупного банка в Узбекистане это может быть привлечение синдицированных кредитов или выплата дивидендов акционерам.

Понимание этих потоков позволяет инвесторам и менеджерам не только оценивать текущую ликвидность, но и прогнозировать будущее финансовое положение, что особенно важно при планировании экспансии или привлечении внешнего финансирования.

Метод дисконтированных денежных потоков (DCF) является фундаментальным инструментом оценки стоимости бизнеса и инвестиционных проектов, признанным во всем мире. Его суть заключается в приведении будущих ожидаемых денежных потоков к текущей стоимости с учетом фактора времени и риска. В Узбекистане, где происходит активная приватизация государственных активов и наблюдается приток иностранных инвестиций, DCF-анализ приобретает особую актуальность. Этот метод является обязательным

при оценке предприятий для приватизации согласно методологии Государственного комитета по содействию приватизированным предприятиям и развитию конкуренции, а также широко применяется при привлечении иностранных инвестиций в стратегически важные отрасли, такие как энергетика, транспорт, агропромышленный комплекс и туризм.

Корректное применение DCF-анализа для узбекских предприятий требует учета специфических факторов национальной экономики:

Учёт валютного риска. При наличии денежных потоков в иностранной валюте (например, экспортная выручка или импортные платежи за оборудование), необходимо тщательно анализировать и хеджировать валютные риски. Часто используются различные методы, включая форвардные контракты или валютные свопы, чтобы защитить проект от неблагоприятных колебаний обменного курса.

Корректировка ставки дисконтирования на страновой риск. Узбекистан, как развивающийся рынок, имеет специфические риски (политические, экономические, регуляторные), которые должны быть отражены в ставке дисконтирования. Обычно это делается путем добавления "суверенного спреда" или премии за страновой риск к безрисковой ставке. Этот спред может значительно варьироваться в зависимости от макроэкономической стабильности и инвестиционного климата.

Учёт специфики налогообложения. Налоговый кодекс Республики Узбекистан содержит ряд особенностей, включая налоговые льготы для предприятий в свободных экономических зонах (СЭЗ), для экспортеров или для проектов в приоритетных отраслях. Эти льготы значительно влияют на чистые денежные потоки проекта и должны быть точно учтены в модели.

Особое внимание следует уделить также прогнозированию роста рынка и инфляции, которые могут существенно влиять на будущие денежные потоки. При этом важно использовать официальные макроэкономические прогнозы и чувствительно анализировать различные сценарии.

Ставка дисконтирования (Weighted Average Cost of Capital, WACC) для инвестиционных проектов в Узбекистане традиционно рассчитывается с учетом: безрисковой ставки (как правило, доходность

по государственным казначейским облигациям РУз) + премии за рыночный риск (с учетом странового риска Узбекистана) + премии за специфический риск проекта (например, отраслевой или риск конкретного предприятия). Типичный диапазон WACC может составлять **18–28%** в национальной валюте для среднерисковых проектов, но может значительно меняться для высокорисковых или стратегически важных проектов с господдержкой.

Для более глубокого анализа часто используются чувствительность-анализ и сценарное моделирование, чтобы оценить, как изменения ключевых переменных (объем продаж, цены, ставка дисконтирования, валютный курс) влияют на чистую текущую стоимость (NPV) проекта.

Таблица 2.5

Классификация денежных потоков предприятия

Тип денежного потока	Источники притока	Направления оттока	Примеры для узбекских предприятий
Операционный (OCF)	Выручка от реализации товаров/услуг	Выплаты поставщикам, сотрудникам, налоги	Для текстильного предприятия: выручка от продажи пряжи и готовой одежды за вычетом затрат на хлопок, зарплаты рабочим, налогов.
Инвестиционный (ICF)	Продажа долгосрочных активов (оборудование, недвижимость)	Покупка долгосрочных активов (основные средства, НМА, финансовые инвестиции)	Для горнодобывающей компании: затраты на приобретение нового оборудования или доходы от продажи устаревшей техники.
Финансовый (FCF)	Получение кредитов, выпуск акций	Погашение кредитов, выкуп акций, выплата дивидендов	Для крупного банка: привлечение синдицированных кредитов или выплата дивидендов акционерам.

Аннуитет — это серия равных платежей (или поступлений), осуществляемых через равные промежутки времени, как правило, равными суммами. Эти платежи могут быть как притоком (например, дивиденды от инвестиций), так и оттоком (например, погашение кредита). Аннуитетные платежи являются одним из наиболее распространённых инструментов финансового планирования, с которым сталкивается практически каждое предприятие и гражданин Узбекистана, будь то при получении банковского кредита, оформлении лизинга оборудования, пенсионных накоплениях или долгосрочных инвестициях. Понимание различных видов аннуитетов критически важно для корректной оценки финансовых обязательств и активов.

Платежи осуществляются в конце каждого периода. Это наиболее распространённый вид аннуитета в банковской практике Узбекистана, представляющий собой серию фиксированных платежей, которые начинаются через один период после получения обязательства или инвестиции. Каждый платёж включает в себя часть основного долга и начисленные проценты по непогашенному остатку. Широко применяется при ипотечном кредитовании, автокредитах, а также при выдаче бизнес-займов коммерческими банками, такими как «Национальный банк Узбекистана», «Асакабанк» и «Капиталбанк». Например, при получении ипотечного кредита на покупку жилья в Ташкенте, ежемесячные выплаты обычно начинаются со следующего месяца после оформления кредита.

Аннуитет это – поток одинаковых по сумме платежей, которые осуществляются с равной периодичностью.

Будущая стоимость аннуитета представляет собой сумму всех платежей, инвестированных до момента окончания срока действия аннуитета. Его формула:

$$F = \sum_{t=1}^n C(1 + r)^{n - t} \quad (22)$$

Где F – будущая стоимость аннуитета;

C – сумма платежа по аннуитету;

r – процент, под который инвестируется сумма C;

n – число лет, в течение которых производятся выплаты.

Будущую стоимость аннуитета можно определять по формуле:

$$F = \frac{C}{r} [(1+r)^n - 1], \quad (23)$$

Которая выводится из формулы (22).

Сумма ежегодных отчислений в выкупной фонд определяется по формуле:

$$C = \frac{Fr}{[(1+r)^n]-1}. \quad (24)$$

Если платежи производятся m раз в год, то формула (22) принимает вид:

$$F = \frac{C}{m}[(1 + \frac{r}{m})^{mn} - 1], \quad (25)$$

Где C – сумма выплаты за год.

Приведенная стоимость аннуитета

Приведенная стоимость аннуитета при начислении процента один раз в год рассчитывается по формуле:

$$P = \frac{C}{r} [1 - \frac{1}{(1+r)^n}], \quad (26)$$

Где C – сумма платежа по аннуитету;

r – процент, под который инвестируется сумма C ;

n – количество лет, в течение которых производятся выплаты.

Ежегодная сумма по кредиту, можно определить из формулы (26):

$$C = P * r / 1 - \frac{1}{(1+r)^n}, \quad (32)$$

Где P – сумма кредита;

C – платеж по кредиту;

r – процентная ставка;

n – количество лет, на которые берется кредит.

При начислении процента m раз в год формула (26) принимает вид:

$$P = \frac{C}{r} [1 - \frac{1}{(1 + \frac{r}{m})^{mn}}]. \quad (33)$$

Перпетуитет представляет собой бесконечную серию равных платежей, которые предположительно продолжаются в течение неограниченного срока. Это теоретическая концепция, которая имеет важное практическое применение в финансовой оценке. В Узбекистане перпетуитет используется при оценке долгосрочных инвестиционных проектов, когда предполагается, что предприятие будет генерировать стабильные денежные потоки в обозримом будущем, а также при расчёте терминальной стоимости в рамках DCF-анализа для крупных государственных предприятий, приватизируемых активов или

инфраструктурных проектов, где ожидается устойчивая деятельность. Примерами могут служить государственные облигации с неограниченным сроком обращения (хотя они редко встречаются), а также оценка стоимости привилегированных акций, дивиденды по которым выплачиваются бессрочно.

Таблица 2.6.

Расчет аннуитетных платежей по кредиту

Период (год)	Начальный остаток	Платеж	Процентная часть	Основной долг	Конечный остаток
1	50 000 000	17 462 850	11 000 000	6 462 850	43 537 150
2	43 537 150	17 462 850	9 578 173	7 884 677	35 652 473
3	35 652 473	17 462 850	7 843 544	9 619 306	26 033 167
4	26 033 167	17 462 850	5 727 297	11 735 553	14 297 614
5	14 297 614	17 462 850	3 145 475	14 317 375	-19 761

Структура капитала — это фундаментальный аспект корпоративных финансов, представляющий собой соотношение между различными источниками финансирования, которые предприятие использует для формирования своих активов. Эти источники традиционно делятся на собственный капитал (например, акционерный капитал, нераспределенная прибыль) и заёмный капитал (банковские кредиты, облигационные займы, лизинг). Данный параметр во многом определяет финансовую устойчивость компании, её инвестиционную привлекательность, способность к своевременному погашению обязательств и потенциал для будущего роста и развития.

В условиях активной экономической трансформации и либерализации, которые наблюдаются в Узбекистане, роль оптимальной структуры капитала значительно возрастает. Страна демонстрирует впечатляющие темпы привлечения прямых иностранных инвестиций (ПИИ достигли рекордных \$9,8 млрд в 2022 году), стремясь стать региональным инвестиционным хабом. Для потенциальных инвесторов и кредиторов, будь то международные финансовые институты или коммерческие банки внутри страны, структура капитала предприятия является одним из ключевых индикаторов его финансового здоровья и стратегической зрелости. Она сигнализирует о степени риска, эффективности управления и долгосрочных перспективах компании, что критически важно при принятии решений о финансировании новых проектов в таких

приоритетных отраслях, как энергетика, сельское хозяйство, транспортная инфраструктура и информационные технологии.

Источники финансирования (Собственный и заёмный капитал) Собственный капитал, включающий уставной капитал, добавочный капитал, резервный капитал и нераспределенную прибыль, представляет собой стабильную, но зачастую более дорогую форму финансирования. Заёмный капитал, в свою очередь, может быть более дешёвым (за счет налоговых вычетов по процентам), но сопряжен с фиксированными обязательствами по выплате процентов и основной суммы долга. Для предприятий Узбекистана доступ к заёмному капиталу может варьироваться: от коммерческих банков (например, Асакабанк, Узпромстройбанк) до международных кредитных линий (ЕБРР, АБР). Развитие фондового рынка (Ташкентская фондовая биржа) также открывает возможности для привлечения как акционерного, так и облигационного капитала.

Стоимость капитала (WACC и её оптимизация) Взвешенная средняя стоимость капитала (WACC, Weighted Average Cost of Capital) — это средняя стоимость привлечения каждой единицы капитала, используемого компанией. Она рассчитывается как сумма стоимости собственного капитала и стоимости заёмного капитала, взвешенная по их долям в общей структуре. Оптимизация WACC является ключевой задачей финансового менеджмента, поскольку минимизация этого показателя напрямую увеличивает стоимость предприятия. Например, снижение процентных ставок по кредитам за счёт улучшения кредитного рейтинга или привлечение более дешёвого акционерного капитала через первичное публичное размещение (IPO), как это планируют некоторые государственные компании в Узбекистане, может значительно уменьшить WACC.

Финансовая устойчивость (Риск, доходность и платежеспособность) Эти три элемента неразрывно связаны. Увеличение доли заёмного капитала может повысить ожидаемую доходность для акционеров (за счёт эффекта финансового рычага), но одновременно увеличивает финансовый риск и требования к платежеспособности. Неспособность обслуживать долг может привести к банкротству. Анализ этих показателей критически важен для оценки здоровья компании. Например, крупные инфраструктурные

проекты в Узбекистане, такие как строительство новых автомагистралей или энергетических объектов, требуют тщательного балансирования между долгосрочным заёмным финансированием и государственными гарантиями для обеспечения устойчивости.

Управление структурой капитала — это не разовое решение, а непрерывный процесс балансирования между риском и доходностью, который должен учитывать специфику отраслевой принадлежности предприятия, фазу делового цикла и конъюнктуру финансового рынка Узбекистана. Это динамический процесс, требующий регулярного пересмотра и адаптации к изменяющимся экономическим условиям и стратегическим целям компании.

Собственный капитал представляет собой средства, принадлежащие непосредственно владельцам предприятия. В Узбекистане он включает уставный фонд, обыкновенные и привилегированные акции, нераспределённую прибыль прошлых лет и добавочный капитал. Эти компоненты формируют финансовую базу компании, обеспечивая её независимость и потенциал для самофинансирования.

Уставный фонд. Это первоначальный капитал, внесённый учредителями. В Узбекистане законодательно установлены минимальные размеры уставного фонда для различных организационно-правовых форм (например, для ООО, АО), что является важным требованием для регистрации и функционирования предприятия. Он служит гарантом перед кредиторами и индикатором серьёзности намерений учредителей.

Акции (обыкновенные и привилегированные). Для акционерных обществ в Узбекистане акции являются основным инструментом привлечения собственного капитала. Обыкновенные акции дают право голоса и участия в прибыли, тогда как привилегированные акции обычно обеспечивают фиксированные дивиденды и имеют приоритет при распределении активов в случае ликвидации. Ташкентская фондовая биржа (UZSE) служит платформой для обращения этих ценных бумаг.

Нераспределённая прибыль. Это часть чистой прибыли, которая остаётся в распоряжении предприятия после уплаты налогов и выплаты дивидендов. В Узбекистане реинвестирование нераспределённой

прибыли является ключевым источником финансирования для расширения деятельности, модернизации и инноваций. Дивидендная политика, особенно в государственных компаниях, часто находится под влиянием государственных директив, что может ограничивать объёмы реинвестирования.

Добавочный капитал. Формируется за счёт эмиссионного дохода (превышения цены размещения акций над их номинальной стоимостью), переоценки основных средств и других источников. Он увеличивает собственный капитал без прямого привлечения новых инвестиций и часто служит для покрытия убытков прошлых периодов или увеличения стоимости активов.

Особенность узбекского рынка заключается в том, что значительная часть крупных акционерных обществ имеет государство в качестве мажоритарного акционера. Это не только влияет на дивидендную политику и решения о реинвестировании прибыли, но и определяет стратегические приоритеты развития, часто ориентированные на социальные и макроэкономические цели, а не только на максимизацию акционерной стоимости.

Преимущества высокого удельного веса собственного капитала включают низкий финансовый риск и высокую автономию управления. Однако чрезмерная зависимость от собственного капитала может снижать общую доходность для акционеров (ROE) и ограничивать темпы роста предприятия, особенно в условиях динамичной узбекской экономики, требующей значительных инвестиций.

Заёмный капитал

Заёмный капитал — это привлечённые извне средства, которые предприятие обязуется вернуть с процентами в определённые сроки. Он является гибким инструментом финансирования, позволяющим масштабировать бизнес и использовать финансовый рычаг для увеличения доходности собственного капитала.

Банковские кредиты. В Узбекистане банковские кредиты являются наиболее распространённым источником заёмного финансирования. Коммерческие банки предлагают кредиты в суммах по ставкам, которые варьируются от 18% до 25% годовых, сильно зависящим от ключевой ставки Центрального банка и кредитного рейтинга заёмщика. Для поддержки стратегически важных отраслей и

регионов, Фонд реконструкции и развития Узбекистана предоставляет льготные кредиты через коммерческие банки, часто в иностранной валюте (например, доллары США, евро) по значительно более низким ставкам (3–5% годовых). Эти кредиты доступны для проектов в сфере энергетики, промышленности, сельского хозяйства и развития малого и среднего бизнеса. Ключевые игроки на этом рынке — Национальный банк ВЭД РУ, Асакабанк, Узпромстройбанк и другие крупные коммерческие банки.

Корпоративные облигации. Рынок корпоративных облигаций в Узбекистане активно развивается, предлагая предприятиям альтернативный способ привлечения долгосрочного финансирования. Компании могут размещать облигации на Ташкентской фондовой бирже (UZSE), привлекая средства от институциональных и частных инвесторов. Кроме того, крупные государственные компании и банки Узбекистана успешно выходят на международные рынки капитала, размещая евробонды, номинированные в долларах США. Такие размещения, как евробонды АО "Узбекнефтегаз" или "Узбекистон темир йуллари", помогают диверсифицировать источники финансирования и улучшить международный имидж страны. Привлечение финансирования через облигации требует высокого уровня прозрачности и соответствия международным стандартам отчётности.

Международные займы. Значительную роль в финансировании крупномасштабных проектов и инфраструктурного развития Узбекистана играют займы от международных финансовых институтов (МФИ). Международный Валютный Фонд (МВФ), Азиатский Банк Развития (АБР), Европейский Банк Реконструкции и Развития (ЕБРР) и Всемирный банк предоставляют кредиты на условиях, которые зачастую более выгодны по сравнению с коммерческими ставками, но сопровождаются определёнными требованиями к реформам и прозрачности. Эти средства преимущественно направляются на поддержку государственных предприятий, реализацию крупных инфраструктурных проектов (энергетика, транспорт, водоснабжение), а также на программы развития социальной сферы и институциональных реформ. Примером может служить

финансирование проектов по развитию солнечной энергетики или модернизации водохозяйственных систем.

Использование заёмного капитала позволяет ускорять рост, особенно при эффективном использовании финансового рычага. Однако оно сопряжено с увеличением финансового риска, особенно валютного риска при займах в иностранной валюте, что требует тщательного управления и хеджирования.

По данным Центрального банка Узбекистана, средний коэффициент долговой нагрузки (Debt/Equity) узбекских корпоративных заёмщиков составляет 0,6–0,8, что значительно ниже среднемирового уровня (который часто превышает 1.0-1.5). Это свидетельствует о сравнительно консервативной финансовой политике большинства отечественных предприятий, предпочитающих опираться на собственные средства или краткосрочное финансирование. Такой подход, с одной стороны, обеспечивает высокую финансовую устойчивость и низкий риск банкротства, но, с другой стороны, может ограничивать потенциал быстрого роста и реализации капиталоемких проектов. Аналитики отмечают, что наличие такого низкого коэффициента указывает на значительный неиспользованный потенциал для привлечения дополнительного заёмного финансирования, что может способствовать дальнейшему экономическому развитию страны при условии эффективного управления рисками.

Таблица 2.7

Сравнение источников финансирования предприятия

Источник финансирования	Стоимость капитала (%)	Преимущества	Недостатки	Типичное применение
Собственный капитал	Высокая (до 25-30%+) / Непрямая	Низкий финансовый риск, высокая автономия, гибкость, нет обязательных выплат	Относительно высокая стоимость, размывание доли собственников, замедление роста	Стартовый капитал, долгосрочное развитие, покрытие убытков, стратегические инвестиции

Банковские кредиты	18-25% (сум), 3-5% (льготные в валюте)	Быстрый доступ к средствам, сохранение контроля, налоговые вычеты по процентам	Высокие процентные ставки (для сумов), залоги, ковенанты, валютный риск	Оборотный капитал, краткосрочные проекты, инвестиции в основные средства
Корпоративные облигации	Зависит от рейтинга и рынка (международные 6-8%, местные 15-20%)	Долгосрочное финансирование, диверсификация источников, улучшение имиджа	Высокие затраты на выпуск, требования к прозрачности, риск изменения ставок	Крупные инвестиционные проекты, рефинансирование долга, развитие инфраструктуры
Лизинг	Средняя (15-20%+) / Косвенная	Не требует крупных единовременных вложений, налоговые льготы, быстрое обновление активов	Переплата за период, объект лизинга не является собственностью до выкупа, ограниченный выбор поставщиков	Приобретение оборудования, транспорта, спецтехники без отвлечения оборотных средств

Теория Модильяни–Миллера (ММ) является краеугольным камнем в корпоративных финансах, предлагая глубокое понимание взаимосвязи между структурой капитала компании и ее стоимостью. В своей первоначальной формулировке (1958 год) она постулировала, что в условиях идеального рынка способ финансирования операций компании не влияет на ее общую стоимость. Однако последующее развитие теории, учитывающее реальные условия, такие как налогообложение (1963 год), привело к принципиально иным выводам, имеющим непосредственное практическое значение для предприятий Узбекистана, стремящихся к оптимизации своей финансовой стратегии.

Базовая теорема ММ (1958). В условиях совершенного рынка (отсутствие налогов, транзакционных издержек, асимметрии информации, издержек банкротства; свободный доступ к рынку капитала для всех инвесторов и компаний) структура капитала компании не имеет значения. Стоимость компании определяется исключительно ее операционными денежными потоками и рисками, связанными с этими потоками, а не соотношением долга и собственного капитала. Этот принцип служит важной теоретической отправной точкой, позволяя изолировать и анализировать влияние отдельных факторов на стоимость компании в дальнейшем.

ММ с налогами (1963). Введение налогообложения кардинально меняет выводы теории ММ. Долговое финансирование создаёт так называемый «налоговый щит» (Tax Shield), поскольку проценты по кредитам и займам вычитаются из налогооблагаемой базы компании до начисления налога на прибыль. В Узбекистане, при действующей ставке налога на прибыль в 15%, каждый сумм процентов по долгу сокращает налоговые выплаты на 15 тийинов, тем самым увеличивая чистую прибыль акционеров. Это делает долговое финансирование налогово выгодным, поскольку снижает эффективную стоимость заёмного капитала. Формула налогового щита: $\text{Налоговый щит} = \text{Процентные выплаты} \times \text{Ставка налога на прибыль}$.

Издержки финансового дистресса и банкротства. Несмотря на преимущества налогового щита, чрезмерное использование заёмного капитала приводит к росту издержек финансового дистресса (трудностей) и банкротства. Эти издержки могут быть прямыми (юридические и административные расходы при реструктуризации долга или банкротстве) и косвенными (потеря клиентов, поставщиков, квалифицированных сотрудников; снижение репутации, невозможность получить новые кредиты; снижение инвестиционной активности из-за неопределенности). По мере роста долговой нагрузки вероятность наступления этих событий увеличивается, что нивелирует выгоды от налогового щита и в конечном итоге снижает рыночную стоимость компании.

Оптимум WACC и стоимость компании. Цель финансового менеджмента — максимизировать стоимость компании, что эквивалентно минимизации средневзвешенной стоимости капитала

(Weighted Average Cost of Capital, WACC). WACC представляет собой среднюю стоимость привлечения средств из различных источников, взвешенную по их доле в структуре капитала. По мере увеличения доли долга WACC сначала снижается благодаря налоговому щиту, но затем начинает расти из-за увеличения стоимости собственного капитала (акционеры требуют более высокую доходность за повышенный финансовый риск) и стоимости долга (кредиторы требуют большую премию за риск дефолта). Существует оптимальное соотношение долга к собственному капиталу (D/E), при котором WACC достигает своего минимума, а стоимость компании — максимума. Финансовый менеджер стремится найти эту «точку оптимума».

Для наглядности, динамику изменения средневзвешенной стоимости капитала (WACC) и стоимости собственного капитала в зависимости от уровня финансового рычага (доли заёмного капитала) можно представить графически. Следующий график иллюстрирует U-образную зависимость WACC, которая является ключевым элементом теории Модильяни–Миллера с налогами и издержками банкротства.

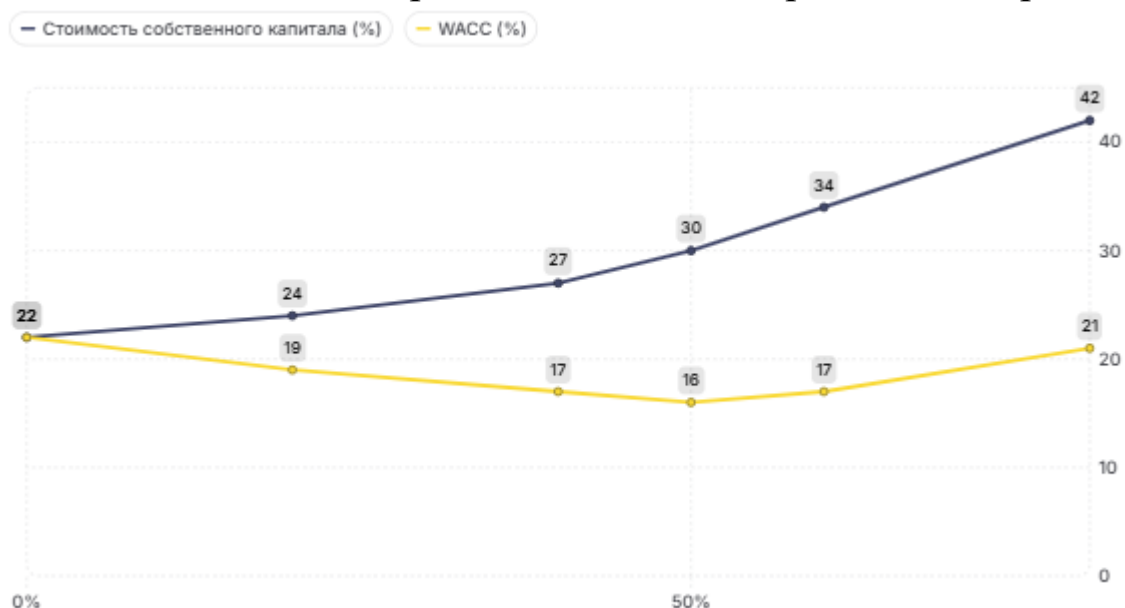


Рисунок 2.2. Доля заёмного капитала (%)

Представленный график демонстрирует типичную U-образную форму кривой WACC. В начальной фазе, при умеренном росте долговой нагрузки (от 0% до примерно 50%), WACC снижается. Это происходит благодаря эффекту налогового щита, который уменьшает эффективную стоимость заёмного капитала. Одновременно с этим, стоимость собственного капитала (K_e) постепенно растет, так как

акционеры воспринимают увеличение долга как повышение финансового риска. Однако, до определенного момента, снижение стоимости заёмного капитала перевешивает рост стоимости собственного капитала, что приводит к общему снижению WACC.

После достижения определенного уровня (в данном примере, около 50% доли заёмного капитала, где WACC составляет 16%), кривая WACC начинает расти. Это объясняется резким увеличением издержек финансового дистресса и банкротства, которые становятся значительными. Инвесторы (как акционеры, так и кредиторы) начинают требовать все более высокую премию за риск, что приводит к значительному увеличению как стоимости собственного капитала, так и стоимости заёмного капитала. В результате, несмотря на продолжающееся действие налогового щита, общая средневзвешенная стоимость капитала возрастает, снижая стоимость компании.

Для типичного узбекского предприятия оптимальный уровень долга, минимизирующий WACC и максимизирующий стоимость компании, часто находится в диапазоне 40–55% от совокупного капитала. Этот показатель может значительно варьироваться в зависимости от отрасли (например, для капиталоемких отраслей, таких как энергетика или телекоммуникации, он может быть выше), стабильности денежных потоков, доступа к льготным кредитам (например, через Фонд реконструкции и развития Узбекистана) и общего восприятия риска инвесторами на местном рынке. Таким образом, задачей финансового менеджера является постоянный мониторинг и корректировка структуры капитала для поддержания ее в оптимальном диапазоне, учитывая специфику национальной экономики и рыночные условия.

Структура капитала является одним из наиболее фундаментальных стратегических решений для любого предприятия, поскольку она напрямую определяет траекторию его развития, способность к устойчивому росту, уровень финансовой устойчивости перед лицом экономических потрясений, а также рыночную стоимость в глазах инвесторов. В экономике Узбекистана, которая переживает период активных реформ, трансформации и либерализации, где рынок капитала находится на стадии формирования, а вопросы оценки бизнеса для сделок M&A, приватизации государственных активов и

привлечения прямых иностранных инвестиций приобретают всё большую актуальность, глубокое понимание этих взаимосвязей становится не просто теоретическим знанием, но и критически важным практическим инструментом для управленцев и собственников бизнеса.

Активное использование заёмного капитала, или высокий финансовый леверидж, предоставляет предприятиям уникальную возможность для форсированного роста и масштабирования. Это позволяет финансировать значительное расширение производства, запускать новые, капиталоемкие проекты, выходить на новые, в том числе региональные (рынки стран СНГ, ШОС, Центральной Азии) и международные рынки, а также проводить модернизацию оборудования и внедрение инновационных технологий без необходимости размытия доли собственности. Для многих развивающихся экономик, таких как Узбекистан, заёмные средства являются ключевым катализатором индустриализации и диверсификации. Однако, высокая долговая нагрузка несёт в себе существенные риски. При ухудшении рыночной конъюнктуры, внезапном падении спроса или росте процентных ставок, предприятие может столкнуться с трудностями в обслуживании своих долговых обязательств, что может привести к потере ликвидности, нарушению ковенантных условий кредитов и, в крайнем случае, к неплатёжеспособности или банкротству. В условиях Узбекистана этот риск усугубляется значительной валютной составляющей: многие крупные займы, особенно международные, номинированы в иностранной валюте, что создает существенный курсовой риск при девальвации национальной валюты — сума. Это требует от компаний разработки эффективных стратегий хеджирования валютных рисков, например, через форвардные контракты или валютные свопы, а также тщательного мониторинга коэффициентов покрытия долга (DSCR) и процентов (ICR).

Низкая долговая нагрузка, или консервативная структура капитала, обеспечивает предприятию высокую степень финансовой устойчивости, независимости от кредиторов и операционной гибкости. Компании с такой структурой легче переживают кризисные периоды, экономические спады и непредвиденные шоки, поскольку у них

меньше фиксированных финансовых обязательств. Это также повышает их кредитный рейтинг и привлекательность для инвесторов, ценящих надёжность. Однако, отказ от активного использования заёмного финансирования означает упущенные возможности для ускоренного роста, так как собственный капитал зачастую ограничен. Кроме того, недоиспользование долга приводит к потере налоговых льгот по процентным выплатам (так называемый налоговый щит), что увеличивает средневзвешенную стоимость капитала (WACC) и снижает общую эффективность финансирования. Для государственных предприятий Узбекистана консервативная структура капитала часто является намеренной политикой Министерства финансов, направленной на минимизацию системных рисков, поддержание макроэкономической стабильности и сохранение государственного контроля над стратегическими отраслями, такими как энергетика, транспорт или коммунальное хозяйство.

Оптимальная структура капитала — это та комбинация собственного и заёмного капитала, которая позволяет минимизировать средневзвешенную стоимость капитала (WACC) компании и, как следствие, максимизировать её рыночную стоимость. Достижение этой оптимальной точки предполагает тонкий баланс между налоговыми выгодами от использования долга и возрастающими издержками финансовых затруднений, которые возникают при чрезмерном леверидже (теория компромисса). Для узбекских предприятий это означает не просто выбор между долгом и акциями, а формирование максимально диверсифицированной базы финансирования, учитывающей специфику местного рынка и доступные инструменты. Это включает в себя разумное сочетание следующих источников собственных средств (нераспределённая прибыль, дополнительная эмиссия акций); традиционных банковских кредитов (коммерческие кредиты, проектное финансирование, синдицированные займы от местных и международных банков, таких как НБУ, Uzpromstroybank, Asakabank); облигационных займов (выпуск корпоративных облигаций на Ташкентской фондовой бирже или международных рынках капитала); а также лизинга для финансирования приобретения оборудования и транспортных средств. Такой комплексный подход не только снижает зависимость от одного источника финансирования, но

и улучшает финансовую устойчивость, повышает инвестиционную привлекательность и укрепляет позиции компании в конкурентной борьбе на динамично развивающемся рынке Узбекистана.

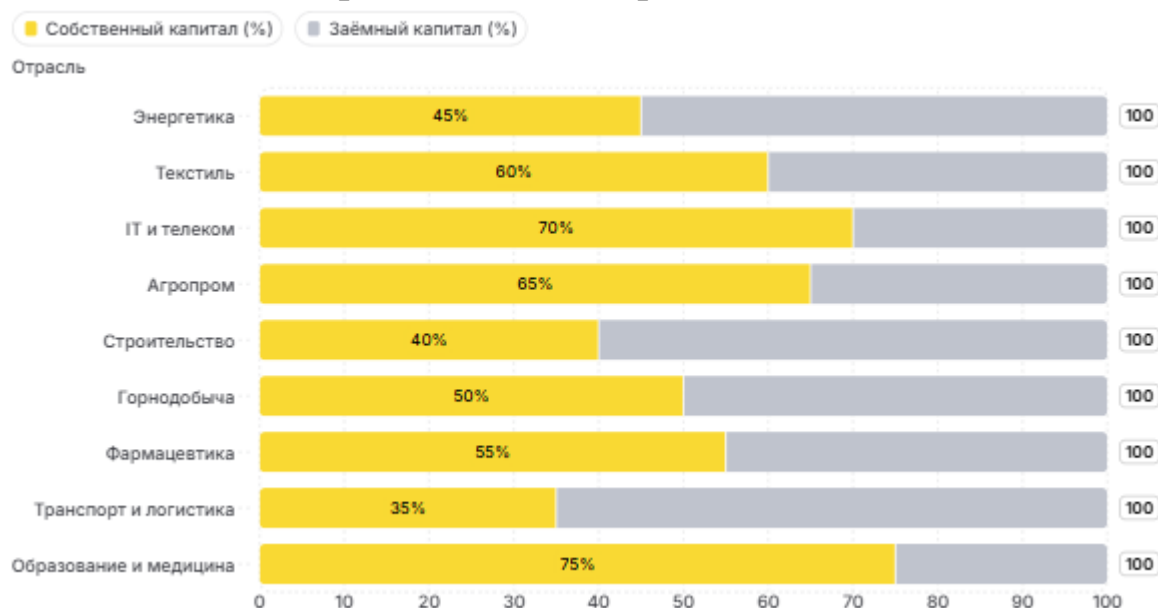


Рисунок 2.3. Соотношение собственного капитала и заёмного капитала, характерные для ключевых отраслей экономики Узбекистана

Представленная диаграмма наглядно иллюстрирует типичные соотношения собственного и заёмного капитала, характерные для ключевых отраслей экономики Узбекистана. Данные показывают, что капиталоемкие отрасли, такие как строительство и энергетика, традиционно опираются на относительно большую долю заёмного финансирования (60% и 55% соответственно). Это обусловлено необходимостью значительных первоначальных инвестиций, длительными сроками окупаемости проектов и, зачастую, стабильными денежными потоками, подкреплёнными долгосрочными контрактами или государственными гарантиями. В свою очередь, секторы IT и телекоммуникаций, а также текстильная промышленность, демонстрируют более высокую долю собственного капитала (70% и 60% соответственно). Это связано с меньшими потребностями в капитальных вложениях на начальном этапе, быстрым циклом оборачиваемости активов и относительно низкими фиксированными издержками, что позволяет этим компаниям расти преимущественно за счёт нераспределённой прибыли и привлечения

акционерного капитала. Горнодобывающая промышленность занимает промежуточное положение, отражая значительные инвестиции в добычу и переработку, но при этом имея потенциал для генерации устойчивых экспортных доходов. Понимание этих отраслевых особенностей позволяет предприятиям более эффективно формировать свою структуру капитала и привлекать инвестиции.

Таблица 2.8

**Влияние структуры капитала на финансовые показатели
предприятия**

Доля заёмного капитала (D/E)	WACC (%)	ROE (%)	Финансовый риск	Стоимость компании (условные ед.)
0% (Нет долга)	12.0	15.0	Низкий	100
25%	10.5	18.0	Низкий	115
50%	9.5	22.0	Средний	125
75%	10.0	20.0	Высокий	110
100%	13.0	12.0	Очень высокий	80

Изученные в данной главе концепции и инструменты формируют целостную систему финансового управления, без которой невозможно эффективное развитие современного предприятия. В контексте экономики Узбекистана — страны, реализующей амбициозную программу экономической модернизации и интеграции в глобальные финансовые рынки, — эти знания приобретают особую практическую ценность. Перед лицом растущей конкуренции, необходимости привлечения иностранных инвестиций и подготовки к приватизационным процессам, глубокое понимание структуры и стоимости капитала становится не просто теоретической основой, но и критически важным элементом стратегического планирования для любого успешного бизнеса.

Экономическая сущность капитала и временная стоимость денег (TVM): Понимание природы капитала — его источников (собственный, заёмный), форм (денежный, производственный, интеллектуальный) и ключевой роли в создании добавленной стоимости — является фундаментом всех финансовых решений. Концепция временной стоимости денег (TVM) признаёт, что ценность

денег меняется со временем, что делает один сум, полученный сегодня, более ценным, чем тот же сум, полученный в будущем. Для узбекских предприятий, оперирующих в условиях высоких процентных ставок, существенной инфляции и потенциальной девальвации национальной валюты, учёт TVM особенно критичен. Он необходим при оценке долгосрочных инвестиционных проектов (например, строительство новых заводов, модернизация инфраструктуры), анализе условий кредитования и лизинговых соглашений, а также при формировании бюджетов и расчёте стоимости активов. Методы, такие как дисконтирование денежных потоков (DCF) или расчёт чистой приведённой стоимости (NPV) и внутренней нормы доходности (IRR), позволяют объективно сопоставлять проекты с разным горизонтом и рисками, обеспечивая более рациональное распределение ограниченных финансовых ресурсов.

Точные методы расчёта стоимости капитала: Владение методами простых и сложных процентов, аннуитетными расчётами и DCF-анализом является обязательным навыком для современного финансового менеджера. Эти инструменты позволяют не только принимать обоснованные инвестиционные решения, но и корректно оценивать реальную стоимость заёмного капитала. Например, при работе с узбекскими банками или лизинговыми компаниями важно уметь рассчитывать эффективную процентную ставку, учитывая все комиссии и скрытые платежи, что часто отличается от заявленной номинальной ставки. Аннуитетные расчёты незаменимы при анализе равномерных платежей по кредитам или лизингу, а также при оценке доходности облигаций, выпущенных местными эмитентами. DCF-анализ, в свою очередь, становится краеугольным камнем при оценке стоимости предприятий для сделок M&A, приватизации государственного имущества, а также для привлечения прямых иностранных инвестиций, предоставляя потенциальным инвесторам прозрачную и логически обоснованную модель стоимости бизнеса, адаптированную к местным экономическим реалиям и будущим перспективам роста.

Оптимальное управление структурой капитала: Оптимальная структура капитала предполагает балансирование между собственным и заёмным финансированием таким образом, чтобы минимизировать

средневзвешенную стоимость капитала (WACC) и максимизировать рыночную стоимость предприятия. Налоговый щит, который возникает за счёт вычета процентных платежей из налогооблагаемой базы, делает заёмный капитал более привлекательным. Однако чрезмерное увлечение долгом увеличивает риск финансовой несостоятельности и повышает стоимость обслуживания новых займов. Применение теории Модильяни–Миллера, которая в своих идеальных условиях доказывает иррелевантность структуры капитала, в реалиях узбекского рынка требует существенных корректировок. Необходимо учитывать страновые риски (политическая и экономическая стабильность), валютные факторы (колебания курса сума к доллару США, особенно для займов в иностранной валюте), а также особенности налогового законодательства и правовой системы РУз. Разнообразие источников финансирования — от традиционных банковских кредитов и лизинга до выпуска облигаций (в том числе для крупных госпредприятий) и привлечения венчурного капитала или прямых инвестиций для инновационных проектов — позволяет формировать гибкую и устойчивую структуру капитала, способную адаптироваться к меняющимся рыночным условиям и поддерживать долгосрочный рост.

В условиях быстро развивающегося рынка Узбекистана, где компании постоянно сталкиваются с необходимостью привлечения капитала для роста и модернизации, интеграция этих знаний становится ключом к устойчивому развитию. Эффективное управление капиталом позволяет не только оптимизировать текущие операции и минимизировать риски, но и повысить инвестиционную привлекательность компании, облегчая доступ к новым источникам финансирования как на внутреннем, так и на международном рынках. Это также способствует повышению прозрачности и корпоративного управления, что является критически важным фактором для успешной интеграции в глобальную экономику.

Изученные в данной главе концепции и инструменты формируют целостную систему финансового управления, без которой невозможно эффективное развитие современного предприятия. В контексте экономики Узбекистана — страны, реализующей амбициозную

программу экономической модернизации и интеграции в глобальные финансовые рынки, — эти знания приобретают особую практическую ценность. Перед лицом растущей конкуренции, необходимости привлечения иностранных инвестиций и подготовки к приватизационным процессам, глубокое понимание структуры и стоимости капитала становится не просто теоретической основой, но и критически важным элементом стратегического планирования для любого успешного бизнеса.

Экономическая сущность капитала и временная стоимость денег (TVM): Понимание природы капитала — его источников (собственный, заёмный), форм (денежный, производственный, интеллектуальный) и ключевой роли в создании добавленной стоимости — является фундаментом всех финансовых решений. Концепция временной стоимости денег (TVM) признаёт, что ценность денег меняется со временем, что делает один сум, полученный сегодня, более ценным, чем тот же сум, полученный в будущем. Для узбекских предприятий, оперирующих в условиях высоких процентных ставок, существенной инфляции и потенциальной девальвации национальной валюты, учёт TVM особенно критичен. Он необходим при оценке долгосрочных инвестиционных проектов (например, строительство новых заводов, модернизация инфраструктуры), анализе условий кредитования и лизинговых соглашений, а также при формировании бюджетов и расчёте стоимости активов. Методы, такие как дисконтирование денежных потоков (DCF) или расчёт чистой приведённой стоимости (NPV) и внутренней нормы доходности (IRR), позволяют объективно сопоставлять проекты с разным горизонтом и рисками, обеспечивая более рациональное распределение ограниченных финансовых ресурсов.

Точные методы расчёта стоимости капитала: Владение методами простых и сложных процентов, аннуитетными расчётами и DCF-анализом является обязательным навыком для современного финансового менеджера. Эти инструменты позволяют не только принимать обоснованные инвестиционные решения, но и корректно оценивать реальную стоимость заёмного капитала. Например, при работе с узбекскими банками или лизинговыми компаниями важно уметь рассчитывать эффективную процентную ставку, учитывая все

комиссии и скрытые платежи, что часто отличается от заявленной номинальной ставки. Аннуитетные расчёты незаменимы при анализе равномерных платежей по кредитам или лизингу, а также при оценке доходности облигаций, выпущенных местными эмитентами. DCF-анализ, в свою очередь, становится краеугольным камнем при оценке стоимости предприятий для сделок M&A, приватизации государственного имущества, а также для привлечения прямых иностранных инвестиций, предоставляя потенциальным инвесторам прозрачную и логически обоснованную модель стоимости бизнеса, адаптированную к местным экономическим реалиям и будущим перспективам роста.

Оптимальное управление структурой капитала: Оптимальная структура капитала предполагает балансирование между собственным и заёмным финансированием таким образом, чтобы минимизировать средневзвешенную стоимость капитала (WACC) и максимизировать рыночную стоимость предприятия. Налоговый щит, который возникает за счёт вычета процентных платежей из налогооблагаемой базы, делает заёмный капитал более привлекательным. Однако чрезмерное увлечение долгом увеличивает риск финансовой несостоятельности и повышает стоимость обслуживания новых займов. Применение теории Модильяни–Миллера, которая в своих идеальных условиях доказывает иррелевантность структуры капитала, в реалиях узбекского рынка требует существенных корректировок. Необходимо учитывать страновые риски (политическая и экономическая стабильность), валютные факторы (колебания курса сума к доллару США, особенно для займов в иностранной валюте), а также особенности налогового законодательства и правовой системы РУз. Разнообразие источников финансирования — от традиционных банковских кредитов и лизинга до выпуска облигаций (в том числе для крупных госпредприятий) и привлечения венчурного капитала или прямых инвестиций для инновационных проектов — позволяет формировать гибкую и устойчивую структуру капитала, способную адаптироваться к меняющимся рыночным условиям и поддерживать долгосрочный рост.

В условиях быстро развивающегося рынка Узбекистана, где компании постоянно сталкиваются с необходимостью привлечения

капитала для роста и модернизации, интеграция этих знаний становится ключом к устойчивому развитию. Эффективное управление капиталом позволяет не только оптимизировать текущие операции и минимизировать риски, но и повысить инвестиционную привлекательность компании, облегчая доступ к новым источникам финансирования как на внутреннем, так и на международном рынках. Это также способствует повышению прозрачности и корпоративного управления, что является критически важным фактором для успешной интеграции в глобальную экономику.

Ключевой вывод для практика: Финансовый менеджер узбекского предприятия, владеющий инструментарием оценки капитала и денежных потоков, способен не только оптимизировать структуру финансирования компании и повысить её стоимость, но и создавать устойчивые конкурентные преимущества в условиях динамично развивающейся экономики Нового Узбекистана. Такой специалист становится стратегическим партнёром руководства, способным на основе глубокого анализа принимать решения, которые обеспечат долгосрочный рост, финансовую стабильность и привлекательность для инвесторов.

Вопросы для повторения

1. Раскройте экономическую сущность капитала и объясните его роль в деятельности предприятия.
2. В чём заключается концепция временной стоимости денег (TVM) и почему она важна для финансового менеджера?
3. Объясните разницу между простыми и сложными процентами. Приведите примеры их применения в практике узбекских предприятий.
4. Что такое дисконтирование денежных потоков и как этот метод используется при оценке инвестиционных проектов?
5. Дайте определение аннуитета и опишите основные виды аннуитетных платежей.
6. Что понимается под структурой капитала предприятия и какие компоненты она включает?

7. Объясните суть теории Модильяни–Миллера и её применимость в условиях экономики Узбекистана.

8. Какие факторы влияют на формирование оптимальной структуры капитала предприятия?

9. Как рассчитывается средневзвешенная стоимость капитала (WACC) и для чего используется этот показатель?

10. Опишите основные методы управления структурой капитала и их практическое применение.

11. Какое влияние оказывает структура капитала на стоимость и темпы роста компании?

12. Объясните понятие налогового щита и его

Кейс. Расчёт стоимости денег во времени (проценты, аннуитеты и доходность)

Простой процент

$$P_n = P * (1 + r * n), \quad (1)$$

Где P – инвестируемая сумма;

P_n – сумма, получаемая через n лет;

n – число лет, которое сумма находится на счете;

r – ставка процента.

При начислении простого процента в течение года, если срок нахождения суммы на счете меньше года, получаемая сумма определяется по формуле:

$$P_t = P * (1 + r * \frac{t}{\text{база}}) \quad (2)$$

P_t – сумма, получаемая через t дней (месяцев);

База (финансовый год) = 360 или 365 дней.

Задача 1. Банк начисляет простой процент, ставка 26%. Вы размещаете на счете 100 000 000 сум. Какая сумма будет получена через 5 лет?

Задача 2. Процентная ставка равна 24%. Вы разместили на счете в банке 20 000 000 сум. Определить какая сумма будет получена через 3 года?

Задача 3. Вы разместили в банке 50 000 000 сум на 3 года. Процентная ставка в первый год равна 18%, во второй – 19%, в третий – 20%. Какая сумма будет получена через 3 года?

Задача 4. Процентная ставка 22%. Вы разместили 300 000 000 сум. на 90 дней. Определить, какая сумма будет получена по счету? База – 365 дней.

Задача 5. Процентная ставка равна 18%. Вы разместили на счете в банке 40 000 000 сум. на 180 дней. Определить, какая сумма будет получена по счету? База – 360 дней.

Задача 6. Процентная ставка 19%. Вы разместили на счете 50 000 000 сум. на 6 месяцев. Определить, какая сумма будет получена по счету?

Задача 7. Процентная ставка на базе 365 дней равна 10% в год. Определить эквивалентную ей ставку на базе 360 дней.

Задача 8. Процентная ставка на базе 360 дней равна 10% в год. Определить эквивалентную ей ставку на базе 365 дней.

1.1 Сложный процент.

$$P_n = P * (1 + r)^n, \quad (3)$$

Где P – инвестируемая сумма;

P_n – сумма, получаемая через n лет;

n – число лет, когда сумма находится на счете;

r – ставка процента.

Если проценты начисляются разные проценты за разные периоды времени, то формула (3) принимает вид:

$$P_n = P * (1 + r_1) * (1 + r_2) + \dots + (1 + r_n), \quad (4)$$

Где r_i – процент за соответствующий год.

В случае начисления сложного процента в рамках года формула (3) принимает вид:

$$P_n = P * \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{mn}, \quad (5)$$

Где m – периодичность начисление процентов в течение года.

Эффективный процент.

$$r_{\text{эф}} = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1 \quad (6)$$

Где $r_{\text{эф}}$ – эффективный процент;

r – простой процент в расчете на год, который задан по условиям финансового инструмента;

m – периодичность начисления процентов в течение года.

Если в рамках года целое число периодов начисления процентов не укладывается, то формула (6) принимает вид:

$$r_{\text{эф}} = \left(1 + r * \frac{t}{\text{база}}\right)^{\frac{\text{база}}{t}} - 1, \quad (7)$$

где t – период финансовой операции (например, время краткосрочного банковского депозита, время с начала покупки до продажи или погашения ценной бумаги меньше года).

Если задается доходность финансовой операции на срок меньше года, то формула (7) принимает вид:

$$r_{\text{эф}} = \left(1 + r * \frac{t}{\text{база}} * m\right)^{\frac{\text{база}}{t*m}} - 1, \quad (8)$$

Где r_1 – доходность за период t .

Пример. Эффективный процент равен 8.16% в год. Определить эквивалентный ему простой процент в расчете на год, если начисление процентов осуществляется ежеквартально.

Из формулы (6) простой процент равен:

$$r = m (\sqrt[m]{1 + r_{\text{эф}}} - 1). \quad (9)$$

Согласно (9) эквивалентный простой процент равен:

$$r = 2 (\sqrt{1 + 0.0816} - 1) = 0.08 \text{ или } 8\% \text{ в год.}$$

Задача 9. Вы разместили в банке 100 000 000 сум под 26% в год. Капитализация процентов в конце каждого года. Какова сумма к получению через 5 лет?

Зад. 10. Вы разместили на счете в банке 10 000 000 сум на три года. Капитализация – ежегодная. Ставки: за 1 год – 20%, за 2 – 19%, за 3 – 18% в год. Какова сумма к получению чрез три года?

Зад. 11. Вы разместили 1 000 000 сум под 19.5% в год. Капитализация – раз в полгода. Какова сумма к получению через 3 года?

Зад. 12. Вы разместили в банке 20 000 000 сум под 18%. Банк капитализирует проценты в конце каждого года. В течение года по

счета начисляется простой процент. Какова сумма к получению через 3 года и 90 дней. База 365 дней.

Зад. 13. За 30 дней до окончания года вы разместили в банке 20 000 000 сум под 24%. Капитализация – в конце каждого года. В течение года по вкладу начисляется простой процент. Какова сумма к получению через 3 года и 120 дней. База 365 дней.

Зад. 14. Банк начисляет по счету 20% в год. Капитализация процентов – два раза в год. Определить величину эффективного процента.

Зад. 15. Банк начисляет 20% в год. Капитализация процентов – ежеквартальная. Определить величину эффективного процента (г эф.).

Зад. 16. Доходность векселя с погашением через 270 дней равна 20%. База – 365 дней. Определить эффективный процент.

Зад. 17. Доходность векселя 5.4% в год. Погашение через 50 дней. Определить эффективный процент. База = 365 дней.

Зад. 18. Банк предлагает три годовых депозита: 1) ставка 20% в год, начисление процентов по завершении года; 2) ставка 19.9%, капитализация ежеквартальная; 3) ставка 19.8%, капитализация ежемесячная. Вы хотите разместить деньги на год. Какой депозит следует выбрать?

Зад. 19. гэф. = 18.77% в год. Определить эквивалентный ему простой процент в расчете на год. Начисление процентов – ежеквартальное.

Дисконтированная стоимость

$$P = \frac{Pn}{(1+r)^n}. \quad (16)$$

В случае начисления сложного процента в рамках года, согласно формулы (5), получаем:

$$P = \frac{Pn}{[1+(\frac{r}{m})]^{mn}}. \quad (17)$$

Зад. 20. Вы открыли в банке депозит на один год под 27% в год и хотели бы получить по депозиту 100 000 000 сум. Какую сумму вам следует разместить на счете сегодня?

Зад. 21. Вы открыли в банке депозитный счет на два года под 25% и хотели бы в конце получить 15 000 000 сум. Какую сумму вам следует разместить на счете сегодня?

Зад. 22. Вы открыли в банке депозитный счет на два года под 23% и хотели бы в конце получить 50 000 000 сум. Банк начисляет проценты ежеквартально. Какую сумму вам следует разместить на счете сегодня?

Зад. 23. Вы открыли депозит на 90 дней под 19% в год. В конце периода вы хотели бы получить по депозиту 45 000 000. сум. Какую сумму вам следует разместить на счете сегодня? База – 365 дней.

Зад. 24. Найдите приведенное значение 4 500 000 сум, выплачиваемых через один год при ставке дисконтирования 16%. То же самое – через два года.

Период начисления процента

Из формулы (2) получаем:

$$t = \left(\frac{Pt}{P} - 1 \right) * \frac{\text{база}}{r}$$

Расчет периода времени, на который надо открыть депозит:

$$n = \frac{\ln \left(\frac{Pn}{P} \right)}{\ln (1+r)}$$

Зад. 25. Вы открыли в банке депозит под 20% в год (простой процент) на сумму 100 000 000 сум и хотели бы получить по счету 105 000 000 сум. На сколько дней вам следует открыть депозит? База – 360 дней.

Зад. 26. Вы открыли депозит на сумму 10 000 000 сум и хотели бы получить по счету 11 881 000 сум. Банк начисляет 23% в год. Капитализация процентов в конце года. На какой срок вам надо открыть депозит?

Аннуитет

Аннуитет это – поток одинаковых по сумме платежей, которые осуществляются с равной периодичностью.

Будущая стоимость аннуитета

Будущая стоимость аннуитета представляет собой сумму всех платежей, инвестированных до момента окончания срока действия аннуитета. Его формула:

$$F = \sum_{t=1}^n C(1+r)^{n-t} \quad (22)$$

Где F – будущая стоимость аннуитета;

C – сумма платежа по аннуитету;

r – процент, под который инвестируется сумма C ;

n – число лет, в течение которых производятся выплаты.

Будущую стоимость аннуитета можно определять по формуле:

$$F = \frac{C}{r} [(1+r)^n - 1], \quad (23)$$

Которая выводится из формулы (22).

Сумма ежегодных отчислений в выкупной фонд определяется по формуле:

$$C = \frac{Fr}{[(1+r)^n - 1]}. \quad (24)$$

Если платежи производятся m раз в год, то формула (22) принимает вид:

$$F = \frac{C}{m} \left[\left(1 + \frac{r}{m} \right)^{mn} - 1 \right], \quad (25)$$

Где C – сумма выплаты за год.

Зад. 27. Вы получаете в течение 3 лет в конце каждого года по 10 000 000 сум и размещаете деньги под 23% в год до окончания трехлетнего периода. Найти будущую стоимость аннуитета.

Зад. 28. Инвестор в течение пяти лет в конце каждого года получает по 10 000 000 сум и размещает деньги под 27% в год до окончания пятилетнего периода. Определите будущую стоимость аннуитета.

Зад. 29. Компания выпустила облигации на сумму 50 млрд. сум с погашением через 8 лет. Для погашения создан выкупной фонд. В него планируется ежегодно отчислять равные суммы, которые будут инвестироваться до погашения облигаций под 18% в год. Определите размер ежегодных отчислений для формирования выкупного фонда.

Зад. 30. Компания выплачивает инвестору 8-летний аннуитет. В расчет на год платеж составляет 20 000 000 сум. Платежи – ежеквартальные. Инвестор размещает полученные суммы под 25% в год до конца срока действия аннуитета. Определите будущую стоимость аннуитета.

Приведенная стоимость аннуитета

Приведенная стоимость аннуитета при начислении процента один раз в год рассчитывается по формуле:

$$P = \frac{C}{r} \left[1 - \frac{1}{(1+r)^n} \right], \quad (26)$$

Где C – сумма платежа по аннуитету;

r – процент, под который инвестируется сумма C ;

n – количество лет, в течение которых производятся выплаты.

Ежегодная сумма по кредиту, можно определить из формулы (26):

$$C = P * r / 1 - \frac{1}{(1+r)^n}, \quad (32)$$

Где P – сумма кредита;

C – платеж по кредиту;

r – процентная ставка;

n – количество лет, на которые берется кредит.

При начислении процента m раз в год формула (26) принимает вид:

$$P = \frac{C}{r} \left[1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{mn}} \right]. \quad (33)$$

Зад. 31. Ежегодный платеж по пятилетнему аннуитету составляет 10 000 000 сум и инвестируется под 24% в год до истечения срока аннуитета. Определите приведенную стоимость аннуитета.

Зад. 32. Вы должны в течение 8 лет в конце каждого года выплачивать по своему кредиту 200 000 000 сум. Чтобы располагать необходимыми деньгами к концу каждого следующего года, вы решаете сегодня открыть в банке депозит на 8 лет на некоторую сумму. По депозиту банк начисляет 19% в год. Деньги можно снимать полностью или частично в конце каждого года.

Какую сумму вам следует разместить на депозите, чтобы за счет средств депозита покрыть все свои обязательства и, после последнего платежа на депозите больше не осталось денег.

Зад. 33. Ежегодный платеж по пятилетнему аннуитету равен 10 000 000 сум, и он инвестируется под 28% в год до конца срока аннуитета. Капитализация процентов осуществляется каждые полгода. Определите приведенную стоимость аннуитета.

Зад. 34. Вы берете кредит 100 млн. сум на два года под 22% в год с условием погашения его равными частями ежеквартально. Определить сумму квартального платежа.

Доходность

Доходность за период определяется по формуле:

$$r = \frac{Pn}{P} - 1, \quad (35)$$

где r – доходность за период;

P – первоначально инвестированная сумма;

Pn – сумма, полученная через n лет.

Доходность в расчете на год определяется по формуле:

$$r = \sqrt[n]{\frac{Pn}{P}} - 1, \quad (36)$$

где r – доходность в расчете на год.

Если капитализация процентов осуществляется m , то формула (36) принимает вид:

$$r = m \left\{ \sqrt[mn]{\frac{Pn}{P}} - 1 \right\}. \quad (37)$$

Доходность размещения (инвестирования) денег на год на основе простого процента определяется по формуле:

$$r = \left\{ \frac{Pt}{P} - 1 \right\} * \frac{\text{база}}{t}.$$

Зад. 35. Вы инвестировали 10 000 000 сум и получили через 5 лет 50 000 000 сум. Чему равна доходность инвестиций в расчете на 5 лет?

Зад. 36. 10 000 000 сум были инвестированы на 5 лет и принесли 50 000 000 сум дохода. Чему равна доходность инвестиций в расчете на год?

Зад. 37. Вы инвестировали 10 000 000 сум на 3 года, и сумма к получению составила 9 500 000 сум Чему равна доходность инвестиций в расчете на год?

Зад. 38. Вкладчик инвестировал 10 000 000 сум и получил через 5 лет 50 000 000 сум Процент по инвестиции начислялся ежеквартально. Определите доходность операции в расчете на год.

Зад. 39. Вы инвестировали 10 000 000 сум и через 5 лет получили 50 000 000 сум начислялся непрерывный процент. Определите доходность операции.

Зад. 40. Вкладчик разместил на счете в банке 10 000 000 сум и получил через 180 дней 10 540 000 сум. По счету начислялся простой процент.

Определить доходность операции в расчете на год на основе простого процента. Финансовый год равен 365 дням.

Зад. 41. Инвестор разместил деньги на банковском счете сроком на 6 лет. Капитализация процентов ежегодная. Какую ставку начислял банк, если в конце срока инвестированная сумма увеличилась в 4 раза?

ГЛАВА 3. ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ПРИБЫЛЬ

3.1-§. Анализ структуры имущества и источников его формирования

Имущество предприятия представляет собой совокупность материальных и нематериальных ценностей, используемых в хозяйственной деятельности. Это основополагающий элемент экономической системы любой организации, определяющий её производственные возможности и конкурентные преимущества на рынке.

В структуру имущества входят основные фонды, включающие здания, сооружения, машины и оборудование, а также оборотные средства — сырьё, материалы, незавершённое производство и готовую продукцию. Особое место занимают нематериальные активы: гудвилл, интеллектуальная собственность, патенты и лицензии.

Значение имущества трудно переоценить — оно является ключевым экономическим ресурсом, обеспечивающим непрерывность производственного процесса, формирование добавленной стоимости и поддержание конкурентоспособности предприятия в динамично изменяющихся рыночных условиях.

Систематизация имущества предприятия по различным критериям является важным инструментом эффективного управления ресурсами и оптимизации их использования. Классификация активов выступает основой для принятия обоснованных управленческих решений и стратегического планирования развития организации.

Материально-вещественные элементы включают земельные участки, здания и сооружения, машины и оборудование, транспортные средства, сырьё и материалы, готовую продукцию, а также денежные средства в кассе и на расчетных счетах. Эти активы представляют собой материальную основу производственного и финансового потенциала предприятия.

Нематериальные активы составляют отдельную категорию имущества, не имеющую физической формы, но обладающую

значительной экономической ценностью. К ним относятся репутация компании, торговые марки и бренды, патенты на изобретения, лицензии на программное обеспечение, авторские права, ноу-хау и коммерческие тайны. В условиях рыночной экономики нематериальные активы становятся важным фактором конкурентоспособности и инновационного развития предприятий.

Важным направлением классификации является деление имущества на основные и оборотные фонды. К основным относятся долгосрочные активы, используемые в течение периода свыше одного года, такие как здания, оборудование, транспорт и иные средства производства. Оборотные фонды включают краткосрочные активы, полностью потребляемые в процессе одного производственного цикла, например сырье, материалы, готовую продукцию и денежные средства.

Агрегированный анализ структуры имущества предполагает группировку активов по степени ликвидности и функциональному назначению. Такой подход позволяет оценить общую эффективность использования ресурсов, выявить дисбалансы между различными видами имущества и определить потенциальные области для их оптимизации.

Таким образом, систематизация имущества предприятия служит основой рационального управления ресурсами и обеспечивает возможность стратегического планирования, направленного на повышение устойчивости и конкурентоспособности организации.

Формирование имущественного комплекса предприятия осуществляется за счёт различных источников финансирования, каждый из которых обладает своими особенностями, преимуществами и ограничениями. Правильный выбор источников и их оптимальное сочетание во многом определяют финансовую устойчивость организации и её перспективы развития.

Одним из основных источников являются вклады учредителей, включающие денежные средства, материальные ценности, здания и оборудование, передаваемые в качестве взносов в уставный капитал при создании предприятия. Данный источник формирует стартовую

базу имущественного комплекса и обеспечивает юридическую основу хозяйственной деятельности.

Важным внутренним источником выступает реинвестируемая прибыль, то есть часть чистой прибыли, направляемая на расширение производства, модернизацию оборудования и дальнейшее развитие бизнеса. Такой механизм позволяет компании укреплять позиции на рынке без увеличения долговой нагрузки.

Существенную роль в финансировании имущественного комплекса играют заёмные средства. К ним относятся банковские кредиты, займы от других организаций, облигационные займы и иные формы долгового финансирования. Использование заёмного капитала позволяет ускорить развитие предприятия, но связано с обязательствами по возврату средств и выплате процентов, что увеличивает финансовые риски.

Отдельным направлением выступает бюджетное финансирование, включающее государственные субсидии, дотации, капитальные вложения и инвестиции в рамках целевых программ развития. Для предприятий стратегических отраслей экономики данный источник играет ключевую роль, позволяя реализовывать масштабные проекты.

Особое значение в структуре источников имеет амортизационный фонд, формируемый за счёт амортизационных отчислений. Этот источник обеспечивает самофинансирование обновления основных фондов и отличается стабильностью поступлений, что делает его важным элементом долгосрочного финансового планирования.

Для оценки эффективности использования источников формирования имущества применяется горизонтальный анализ (табл. 3.1, табл. 3.3), который позволяет отследить динамику изменений в структуре финансирования и выявить тенденции в привлечении различных видов ресурсов. Такой подход помогает своевременно корректировать стратегию предприятия и обеспечивать баланс между собственными, заёмными и государственными средствами.

Таблица 3.1

Горизонтальный анализ активов предприятия

Наименование показателя	Код стр.	31.12.20__	31.12.20__	31.12.20__	Изменение	
					Абсолютная величина	%
1	2	3	4	5	5-3	5/3*100%
АКТИВ						
I. Долгосрочные активы						
Основные средства	012					
Нематериальные активы	022					
Долгосрочные инвестиции всего (стр. 040 + 050 + 060 + 070 + 080), в том числе:	030					
Ценные бумаги (0610)	040					
Инвестиции в дочерние хозяйственные общества (0620)	050					
Инвестиции в зависимые хозяйственные общества (0630)	060					
Инвестиции в предприятие с иностранным капиталом (0640)	070					
Прочие долгосрочные инвестиции (0690)	080					
Оборудование к установке (0700)	090					
Капитальные вложения (0800)	100					
Долгосрочная дебиторская задолженность (0910, 0920, 0930, 0940)	110					
Долгосрочные отсроченные расходы (0950, 0960, 0990)	120					
Итого по разделу I (стр. 012 + 022 + 030 + 090 + 100 + 110 + 120)	130					
II. Текущие активы						
Товарно-материальные запасы всего (стр. 150 + 160 + 170 + 180), в том числе:	140					
Производственные запасы (1000, 1100, 1500, 1600)	150					

Незавершенное производство (2000, 2100, 2300, 2700)	160					
Готовая продукция (2800)	170					
Товары (2900 за минусом 2980)	180					
Расходы будущих периодов (3100)	190					
Отсроченные расходы (3200)	200					
Дебиторы всего (стр. 220 + 240 + 250 + 260 + 270 + 280 + 290 + 300 + 310)	210					
из нее: просроченная*	211					
Задолженность покупателей и заказчиков (4000 за минусом 4900)	220					
Задолженность обособленных подразделений (4110)	230					
Задолженность дочерних и зависимых хозяйственных обществ (4120)	240					
Авансы, выданные персоналу (4200)	250					
Авансы, выданные поставщикам и подрядчикам (4300)	260					
Авансовые платежи по налогам и другим обязательным платежам в бюджет (4400)	270					
Авансовые платежи в государственные целевые фонды и по страхованию (4500)	280					
Задолженность учредителей по вкладам в уставный капитал (4600)	290					
Задолженность персонала по прочим операциям (4700)	300					
Прочие дебиторские задолженности (4800)	310					
Денежные средства всего (стр. 330 + 340 + 350 + 360), в том числе:	320					
Денежные средства в кассе (5000)	330					
Денежные средства на расчетном счете (5100)	340					
Денежные средства в иностранной валюте (5200)	350					

Прочие денежные средства и эквиваленты (5500, 5600, 5700)	360					
Краткосрочные инвестиции (5800)	370					
Прочие текущие активы (5900)	380					
Итого по разделу II (стр. 140 + 190 + 200 + 210 + 320 + 370 + 380)	390					
Всего по активу баланса (стр. 130 + стр. 390)	400					

Правовое регулирование имущественных отношений составляет основу стабильного функционирования предприятий и обеспечения их экономической безопасности. Система правовых норм определяет порядок приобретения, использования и распоряжения имуществом, а также механизмы защиты имущественных прав.

Одним из ключевых принципов функционирования предприятия является обособленность имущества, которая означает юридическое отделение имущественного комплекса организации от личного имущества её учредителей, акционеров и работников. Данный принцип закреплён в гражданском законодательстве и корпоративном праве и обеспечивает самостоятельность предприятия как субъекта хозяйственных отношений, а также защиту интересов кредиторов и инвесторов.

Правовой статус имущества определяется через систему вещных прав, включающих право собственности, право хозяйственного ведения, право оперативного управления, а также иные вещные права на недвижимое и движимое имущество. Их регулирование осуществляется специальными нормами законодательства, что позволяет разграничивать полномочия субъектов хозяйственной деятельности в отношении владения, пользования и распоряжения активами. Особое значение имеет защита прав собственности, которая обеспечивается судебными механизмами и иными юридическими средствами. В практике применяются виндикационные иски (о возврате имущества из чужого незаконного владения), негаторные иски (о прекращении нарушений, не связанных с лишением владения),

иски о признании права собственности и другие способы правовой защиты имущественных прав. Эти инструменты гарантируют устойчивость имущественных отношений и создают правовую основу для стабильного функционирования предприятий в рыночной экономике.

Вертикальный анализ (табл. 3.2, табл. 3.4) правовой структуры защиты имущества показывает иерархию правовых норм от конституционных принципов до подзаконных актов, регулирующих конкретные аспекты имущественных отношений.

Таблица 3.2

Вертикальный анализ активов предприятия

Наименование показателя	Код стр.	31.12.20__		31.12.20__		31.12.20__	
		Сумма, тыс. сум	Удельный вес, %	Сумма, тыс. сум	Удельный вес, %	Сумма, тыс. сум	Удельный вес, %
1	2		3	4	5	6	7
АКТИВ							
I. Долгосрочные активы							
Основные средства	012						
Нематериальные активы	022						
Долгосрочные инвестиции всего (стр. 040 + 050 + 060 + 070 + 080), в том числе:	030						
Ценные бумаги (0610)	040						
Инвестиции в дочерние хозяйственные общества (0620)	050						
Инвестиции в зависимые хозяйственные общества (0630)	060						
Инвестиции в предприятие с иностранным капиталом (0640)	070						
Прочие долгосрочные инвестиции (0690)	080						
Оборудование к установке (0700)	090						
Капитальные вложения (0800)	100						
Долгосрочная дебиторская задолженность (0910, 0920, 0930, 0940)	110						

Долгосрочные отсроченные расходы (0950, 0960, 0990)	120						
Итого по разделу I (стр. 012 + 022 + 030 + 090 + 100 + 110 + 120)	130						
II. Текущие активы							
Товарно-материальные запасы всего (стр. 150 + 160 + 170 + 180), в том числе:	140						
Производственные запасы (1000, 1100, 1500, 1600)	150						
Незавершенное производство (2000, 2100, 2300, 2700)	160						
Готовая продукция (2800)	170						
Товары (2900 за минусом 2980)	180						
Расходы будущих периодов (3100)	190						
Отсроченные расходы (3200)	200						
Дебиторы всего (стр. 220 + 240 + 250 + 260 + 270 + 280 + 290 + 300 + 310)	210						
из нее: просроченная*	211						
Задолженность покупателей и заказчиков (4000 за минусом 4900)	220						
Задолженность обособленных подразделений (4110)	230						
Задолженность дочерних и зависимых хозяйственных обществ (4120)	240						
Авансы, выданные персоналу (4200)	250						
Авансы, выданные поставщикам и подрядчикам (4300)	260						
Авансовые платежи по налогам и другим обязательным платежам в бюджет (4400)	270						
Авансовые платежи в государственные целевые фонды и по страхованию (4500)	280						
Задолженность учредителей по вкладам в уставный капитал (4600)	290						
Задолженность персонала по прочим операциям (4700)	300						

Прочие дебиторские задолженности (4800)	310						
Денежные средства всего (стр. 330 + 340 + 350 + 360), в том числе:	320						
Денежные средства в кассе (5000)	330						
Денежные средства на расчетном счете (5100)	340						
Денежные средства в иностранной валюте (5200)	350						
Прочие денежные средства и эквиваленты (5500, 5600, 5700)	360						
Краткосрочные инвестиции (5800)	370						
Прочие текущие активы (5900)	380						
Итого по разделу II (стр. 140 + 190 + 200 + 210 + 320 + 370 + 380)	390						
Всего по активу баланса (стр. 130 + стр. 390)	400						

Особенности банкротных процедур требуют особого внимания: при несостоятельности предприятия его имущество используется для удовлетворения требований кредиторов в порядке очередности, установленной законом, а остаток возвращается учредителям пропорционально их долям в уставном капитале.

Таблица 3.3

Горизонтальный анализ пассивов предприятия

Наименование показателя	Код стр.	31.12.20__	31.12.20__	31.12.20__	Изменение	
					Абсолютная величина	%
1	2	3	4	5	5-3	5/3*100%
I. Источники собственных средств						
Уставный капитал (8300)	410					
Добавленный капитал (8400)	420					
Резервный капитал (8500)	430					
Выкупленные собственные акции (8600)	440					
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток) (8700)	450					
Целевые поступления (8800)	460					
Резервы предстоящих расходов и платежей (8900)	470					
Итого по разделу I (стр. 410 + 420 + 430 – 440 + 450 + 460 + 470)	480					

II. Обязательства						
Долгосрчные обязательства, всего (стр. 500+ 520 + 530 + 540 + 550 + 560 + 570 + 580 + 590)	490					
в том числе: долгосрочная кредиторская задолженность (стр. 500 + 520 + 540 + 560 + 590)	491					
Долгосрочная задолженность поставщикам и подрядчикам (7000)	500					
Долгосрочная задолженность обособленным подразделениям (7110)	510					
Долгосрочная задолженность дочерним и зависимым хозяйственным обществам (7120)	520					
Долгосрчные отсроченные доходы (7210, 7220, 7230)	520					
Долгосрчные отсроченные обязательства по налогам и другим обязательным платежам (7240)	540					
Прочие долгосрочные отсроченные обязательства (7250, 7290)	550					
Авансы, полученные от покупателей и заказчиков (7300)	560					
Долгосрчные банковские кредиты (7810)	570					
Долгосрчные займы (7820, 7830, 7840)	580					
Прочие долгосрочные кредиторские задолженности (7900)	590					
Текущие обязательства, всего (стр. 610+ 630 + 640 + 650 + 660 + 670 + 680 + 690 + 700 + 710 + 720 + 730 + 740 + 750 + 760)	600					
в том числе: текущая кредиторская задолженность (стр. 610 + 630 + 650 + 670 + 680 + 690 + 700 + 710 + 720 + 760)	601					
из нее: просроченная текущая кредиторская задолженность*	602					
Задолженность поставщикам и подрядчикам (6000)	610					
Задолженность обособленным подразделениям (6110)	620					
Задолженность дочерним и зависимым хозяйственным обществам (6120)	630					

Отсроченные доходы (6210, 6220, 6230)	640					
Отсроченные обязательства по налогам и другим обязательным платежам (6240)	650					
Прочие отсроченные обязательства (6250, 6290)	660					
Полученные авансы (6300)	670					
Задолженность по платежам в бюджет (6400)	680					
Задолженность по страхованию (6510)	690					
Задолженность по платежам в государственные целевые фонды (6520)	700					
Задолженность учредителям (6600)	710					
Задолженность по оплате труда (6700)	720					
Краткосрочные банковские кредиты (6810)	730					
Краткосрочные займы (6820, 6830, 6840)	740					
Текущая часть долгосрочных обязательств (6950)	750					
Прочие кредиторские задолженности (6900 кроме 6950)	760					
Итого по разделу II (стр. 490 + 600)	770					
Всего по пассиву баланса (стр. 480 + 770)	780					

Таблица 3.4

Вертикальный анализ пассивов предприятия

Наименование показателя	Код стр.	31.12.20__		31.12.20__		31.12.20__	
		Сумма, тыс. сум	Удельный вес, %	Сумма, тыс. сум	Сумма, тыс. сум	Удельный вес, %	Сумма, тыс. сум
1	2	3	4	5	6	7	8
I. Источники собственных средств							
Уставный капитал (8300)	410						
Добавленный капитал (8400)	420						
Резервный капитал (8500)	430						
Выкупленные собственные акции (8600)	440						
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток) (8700)	450						
Целевые поступления (8800)	460						

Резервы предстоящих расходов и платежей (8900)	470						
Итого по разделу I (стр. 410 + 420 + 430 – 440 + 450 + 460 + 470)	480						
II. Обязательства							
Долгосрочные обязательства, всего (стр. 500+ 520 + 530 + 540 + 550 + 560 + 570 + 580 + 590)	490						
в том числе: долгосрочная кредиторская задолженность (стр. 500 + 520 + 540 + 560 + 590)	491						
Долгосрочная задолженность поставщикам и подрядчикам (7000)	500						
Долгосрочная задолженность обособленным подразделениям (7110)	510						
Долгосрочная задолженность дочерним и зависимым хозяйственным обществам (7120)	520						
Долгосрочные отсроченные доходы (7210, 7220, 7230)	520						
Долгосрочные отсроченные обязательства по налогам и другим обязательным платежам (7240)	540						
Прочие долгосрочные отсроченные обязательства (7250, 7290)	550						
Авансы, полученные от покупателей и заказчиков (7300)	560						
Долгосрочные банковские кредиты (7810)	570						
Долгосрочные займы (7820, 7830, 7840)	580						
Прочие долгосрочные кредиторские задолженности (7900)	590						
Текущие обязательства, всего (стр. 610+ 630 + 640 + 650 + 660 + 670 + 680 + 690 + 700 + + 710 + 720 + 730 + 740 + 750 + 760)	600						
в том числе: текущая кредиторская задолженность (стр. 610 + 630 + 650 + 670 + 680 + 690 + 700 + 710 + 720 + 760)	601						

из нее: просроченная текущая кредиторская задолженность*	602						
Задолженность поставщикам и подрядчикам (6000)	610						
Задолженность обособленным подразделениям (6110)	620						
Задолженность дочерним и зависимым хозяйственным обществам (6120)	630						
Отсроченные доходы (6210, 6220, 6230)	640						
Отсроченные обязательства по налогам и другим обязательным платежам (6240)	650						
Прочие отсроченные обязательства (6250, 6290)	660						
Полученные авансы (6300)	670						
Задолженность по платежам в бюджет (6400)	680						
Задолженность по страхованию (6510)	690						
Задолженность по платежам в государственные целевые фонды (6520)	700						
Задолженность учредителям (6600)	710						
Задолженность по оплате труда (6700)	720						
Краткосрочные банковские кредиты (6810)	730						
Краткосрочные займы (6820, 6830, 6840)	740						
Текущая часть долгосрочных обязательств (6950)	750						
Прочие кредиторские задолженности (6900 кроме 6950)	760						
Итого по разделу II (стр. 490 + 600)	770						
Всего по пассиву баланса (стр. 480 + 770)	780						

Эффективное управление имуществом предприятия требует комплексной системы оценки и мониторинга использования материальных и нематериальных активов. Имущество формирует материально-техническую базу, которая определяет технический

уровень производства, качество и ассортимент выпускаемой продукции.

Методы оценки эффективности использования основных и оборотных средств включают расчёт показателей фондоотдачи, фондоёмкости, коэффициентов оборачиваемости и рентабельности активов.

Системный подход к управлению имуществом предполагает интеграцию процессов планирования, контроля и анализа использования всех видов активов. Это позволяет выявлять резервы повышения эффективности, оптимизировать структуру имущества и снижать издержки производства.

Важнейшими направлениями совершенствования управления являются внедрение современных информационных систем учёта и контроля, развитие методов стоимостной оценки активов и создание системы ключевых показателей эффективности (KPI).

Цифровая трансформация экономики кардинально изменяет структуру корпоративных активов и приоритеты инвестиционной политики предприятий. Наблюдается устойчивая тенденция к росту доли нематериальных активов и интеллектуальной собственности в общей структуре имущества современных организаций.

Инвестиции в информационно-коммуникационные технологии и научно-исследовательские разработки становятся ключевыми драйверами конкурентоспособности. Предприятия всё больше средств направляют на создание и приобретение программного обеспечения, баз данных, систем искусственного интеллекта и других цифровых активов.

Одновременно наблюдается снижение доли инвестиций в традиционные материальные активы в развитых странах, тогда как в развивающихся экономиках продолжается активное наращивание производственных мощностей. Эта тенденция отражает переход к постиндустриальной модели экономики, основанной на знаниях и инновациях.

Структура имущества современного предприятия всё больше определяется не физическими активами, а интеллектуальным

капиталом и цифровыми технологиями, что требует пересмотра традиционных подходов к оценке и управлению корпоративными ресурсами.

Анализ структуры имущества и источников его формирования является ключевым инструментом стратегического управления предприятием в современных экономических условиях. Грамотное формирование имущественного комплекса и эффективное управление активами создают фундамент для повышения конкурентоспособности и обеспечения устойчивого развития организации.

3.2-§. Чистые активы: методика расчёта и значение

Чистые активы представляют собой ключевой показатель, отражающий реальную стоимость предприятия, принадлежащую его собственникам. По своей сути чистые активы — это разница между совокупными активами организации и её обязательствами перед кредиторами. Данный показатель характеризует финансовую устойчивость компании и используется для оценки её инвестиционной привлекательности, а также для принятия управленческих решений.

Чистые материальные активы (Net Tangible Assets)

Показатель Net Tangible Assets отражает величину чистых материальных активов, рассчитываемых по данным бухгалтерского баланса компании как:

- Чистые материальные активы = Все активы – Все обязательства — Гудвилл — Нематериальные активы
- $\text{Net Tangible Assets} = \text{Total Assets} - \text{Total Liabilities} - \text{Goodwill} - \text{Intangible Assets}$

Величина Net Tangible Assets, в отличие от чистых активов, дает более консервативную оценку того, чего стоит компания, потому как ее расчет учитывает только материальные активы.

- Это важно, учитывая то, что при ликвидации компании стоимость нематериальных активов и гудвилла не учитывается.

Инвесторы используют Net Tangible Assets в расчете на обыкновенную акцию (Shares Outstanding) наряду с коэффициентом

Price/Book (P/B), чтобы оценить привлекательность компании для вложений и взвесить свои инвестиционные риски.

Чистые активы (Net Assets Value, NAV)

Величина чистых активов – важный аналитический показатель, характеризующий возможность сохранения компании на рынке, а значит и возможности расчета с кредиторами. Чаще всего под чистыми активами компании понимается разница между суммой ее активов и обязательств.

Существует два подхода к расчету чистых активов. Первый приравнивает чистые активы к собственному капиталу компании (Stockholders' Equity), где активы очищены от всех обязательств):

Чистые активы = Все активы (Total Assets) – Все обязательства (Total Liabilities)

Второй способ используется при анализе компаний, имеющих в составе источников высокую долю долгосрочных обязательств в силу специфики бизнеса (например, строительные, рекламные компании):

Чистые активы = Все активы (Total Assets) – Текущие обязательства (Total Current Liabilities)

Таблица 3.5

Чистые активы предприятия

Показатель	Значение показателя			Изменение	
	в % к валюте баланса			тыс. сум.	%, ((гр.3 -
	31.12.20__	31.12.20__	31.12.20__	(гр.3-гр.2),	гр.2) : гр.2)
1	2	3	4	5	6
1. Чистые материальные активы (Net tangible assets) (400-770-022)*					
2. Чистые активы (Net worth, Net assets) (400-770)*					
3. Акционерный (уставный) капитал (Issued (share) capital)					

4. Превышение чистых активов над уставным капиталом (стр.2-стр.3)					
---	--	--	--	--	--

*код стр. бухгалтерского баланса Ф1

Акции, торгующиеся ниже суммы чистых активов, могут быть выгодной инвестицией. Б. Грэхем предлагал оценивать их, рассчитывая ликвидационную стоимость компании.¹⁶ Для этого из данных баланса берутся:

75% дебиторской задолженности; 50% товарно-материальных запасов, все текущие денежные активы (на счетах и краткосрочные вложения) и от всего этого отнимаются все обязательства компании (краткосрочные и долгосрочные).

В результате получается стоимость чистых активов: то есть то, что можно обратить в деньги за короткий период (в течение года). Разделив на количество акций компании в обращении, можно узнать, стоимость чистых активов в расчете на акцию, а, соотнеся ее с рыночным курсом, – оценить инвестиционные риски.

3.3-§. Анализ финансовой устойчивости организации

Финансовая устойчивость является одним из важнейших критериев оценки состояния предприятия и отражает его способность обеспечивать бесперебойную деятельность, своевременно выполнять обязательства и эффективно развиваться в долгосрочной перспективе. Она характеризует сбалансированность структуры капитала, соотношение собственных и заёмных источников финансирования, а также уровень зависимости организации от внешних кредиторов.

3.3.1-§. Основные показатели финансовой устойчивости

К основным показателям финансовой устойчивости предприятия обычно относят такие коэффициенты и индикаторы, которые показывают, насколько надёжна структура капитала и способна ли компания выполнять свои обязательства. Основные показатели

¹⁶ <https://mindspace.ru/abcinvest/chistye-aktivy-net-assets-value-nav/>

финансовой устойчивости предприятия отражают соотношение собственного и заемного капитала, а также способность компании выполнять обязательства и сохранять платежеспособность. К ним относятся коэффициент автономии, который показывает долю собственного капитала в общей стоимости активов и отражает независимость от заемных средств, коэффициент финансовой зависимости, характеризующий долю заемных средств в активах предприятия, коэффициент финансового левериджа, определяющий соотношение заемного и собственного капитала и уровень риска структуры источников финансирования, коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами, позволяющий оценить достаточность собственного капитала для формирования текущих активов, коэффициент маневренности собственного капитала, показывающий, какая часть собственных средств используется в обороте, а какая закреплена во внеоборотных активах, коэффициент капитализации, характеризующий долю долгосрочных обязательств в структуре капитала, а также соотношение долгосрочных и краткосрочных обязательств, позволяющее определить долговую нагрузку в разрезе сроков погашения (табл. 3.6).

Таблица 3.6

Основные показатели финансовой устойчивости организации

Показатель	Значение показателя			Изменение показателя (гр.4-гр.2)	Описание показателя и его нормативное значение
	31.12.20__	31.12.20__	31.12.20__		
1	2	3	4	5	6
Коэффициент финансового левериджа (Debt-to-equity ratio, Financial leverage) 770/480*					Отношение заемного капитала к собственному. Нормальное значение: 1,5 и менее (оптимальное 0,43-1).
Коэффициент финансовой зависимости (Debt ratio, Debt to Assets)					Отношение заемного капитала к общей сумме активов. Нормальное значение: 0,6 и

770/400*					менее (оптимальное 0,3-0,5).
Долгосрочная задолженность к собственному капиталу (Long-term debt to Equity) 490/480*					Отношение долгосрочных обязательств к собственному капиталу.
Индекс постоянного актива (Non-current assets to Net worth) 130/480*					Отношение стоимости внеоборотных активов к величине собственного капитала организации. Нормальное значение: не более 1,25.
Коэффициент капитализации (Capitalization ratio) 490/(480+490)*					Отношение долгосрочных обязательств к сумме собственного капитала и долгосрочных обязательств.
Материальные внеоборотные активы к собственному капиталу (Fixed assets to Net worth) (130-022)/480*					Отношение стоимости материальных внеоборотных активов к величине собственного капитала организации. Нормальное значение: не более 0,75.
Коэффициент краткосрочной задолженности (Current liability ratio) 600/770*					Отношение краткосрочной задолженности к общей сумме задолженности.

*код стр. бухгалтерского баланса Ф1

3.3.2-§. Анализ чистого оборотного капитала

Анализ чистого оборотного капитала является важным элементом оценки финансовой устойчивости предприятия, так как он показывает,

насколько текущие активы превышают краткосрочные обязательства. Чистый оборотный капитал определяется как разница между оборотными активами и краткосрочными пассивами. Положительное значение свидетельствует о том, что у предприятия достаточно средств для покрытия краткосрочных долгов и обеспечения непрерывности хозяйственной деятельности. Отрицательное значение указывает на нехватку собственных оборотных средств, что повышает риск неплатежеспособности.

В процессе анализа рассматриваются динамика чистого оборотного капитала, его структура и источники формирования. Важно определить, за счет каких факторов изменяется показатель: увеличения или сокращения оборотных активов, роста или снижения краткосрочных обязательств. Оптимальный уровень чистого оборотного капитала обеспечивает баланс между ликвидностью и эффективностью использования ресурсов: слишком высокий показатель может означать нерациональное вложение средств в запасы или дебиторскую задолженность, а слишком низкий — риск нехватки ликвидности и трудности с расчетами (табл. 3.7).

Таблица 3.7

Анализ чистого оборотного капитала

Показатель	Значение показателя			Изменение за анализируемый период	
	31.12.20_ 2	31.12.20_ 3	31.12.20_ 4	(гр.4-гр.2) 5	% ((гр.4 -гр.2) : гр.2) 6
1. Чистый оборотный капитал (Working capital, Net working capital), тыс. сум. (390-600)*					
2. Запасы (Inventories), тыс. сум. 140*					
3. Излишек (недостаток) чистого оборотного капитала (Working capital sufficiency) (стр.1-стр.2), тыс. руб.					
4. Коэффициент покрытия запасов чистым оборотным					

капиталом (Inventory to Working capital ratio) (стр.2 : стр.1) Нормальное значение: 1 и менее.					
---	--	--	--	--	--

*код стр. бухгалтерского баланса Ф1

Таким образом, анализ чистого оборотного капитала позволяет оценить платежеспособность предприятия в краткосрочной перспективе, его способность финансировать текущую деятельность и выявить возможные проблемы в управлении оборотными средствами.

3.4-§. Анализ ликвидности предприятия

Наиболее распространенными индикаторами платежеспособности компаний являются коэффициенты ликвидности. Выделяют три коэффициента ликвидности: коэффициент текущей ликвидности, коэффициент быстрой ликвидности и коэффициент абсолютной ликвидности. Наиболее общим является коэффициент текущей ликвидности, показывающий, в какой степени оборотные активы организации позволяют ей отвечать по своим текущим обязательствам. Платежеспособность организации на краткосрочную перспективу характеризует коэффициент быстрой ликвидности, коэффициент абсолютной ликвидности отражает наличие достаточных денежных средств для нормального ведения текущих расчетов с кредиторами.

Таблица 3.8

Анализ ликвидности предприятия

Показатель ликвидности	Значение показателя			Изменение показателя (гр.4 - гр.2)	Расчет, рекомендованное значение
	31.12.20_	31.12.20_	31.12.20_		
1	2	3	4	5	6
1. Коэффициент текущей ликвидности (Current ratio, Working capital ratio) 390/600*					Отношение оборотных активов к краткосрочным обязательствам. Нормальное значение: 2 и более.
2. Коэффициент быстрой					Отношение ликвидных активов к

ликвидности (Quick ratio, Acid-test ratio) (210+320)/600*					краткосрочным обязательствам. Нормальное значение: не менее 1.
3. Коэффициент абсолютной ликвидности (Cash ratio)					Отношение высоколиквидных активов (денежных средств и их эквивалентов) к краткосрочным обязательствам. Нормальное значение: 0,2 и более.

*код стр. бухгалтерского баланса Ф1

Вопросы для повторения

1. В чём заключается сущность анализа финансового состояния предприятия?
2. Какие цели и задачи решает анализ финансового состояния?
3. Какие источники информации используются для анализа финансового состояния предприятия?
4. Что понимается под имуществом предприятия и какова его экономическая роль?
5. Как классифицируются активы предприятия по степени ликвидности?
6. В чём состоит анализ структуры имущества предприятия?
7. Какие источники формирования имущества предприятия выделяются в финансовом анализе?
8. В чём экономическая сущность собственного и заёмного капитала?
9. Что такое чистые активы предприятия и какова методика их расчёта?
10. Какое значение имеет показатель чистых активов для оценки финансового состояния организации?
11. Что понимается под финансовой устойчивостью предприятия?
12. Какие факторы влияют на уровень финансовой устойчивости?

13. Какие показатели используются для оценки финансовой устойчивости организации?
14. В чём заключается экономический смысл чистого оборотного капитала?
15. Как рассчитывается чистый оборотный капитал и что показывает его величина?
16. Что такое ликвидность предприятия и чем она отличается от платёжеспособности?
17. Какие виды ликвидности выделяют в финансовом анализе?
18. Какие коэффициенты применяются для анализа ликвидности предприятия?
19. Как интерпретировать значения коэффициентов ликвидности?
20. Как анализ финансового состояния используется в принятии управленческих решений?

Вопросы для обсуждения (дискуссионные)

1. Можно ли считать предприятие финансово устойчивым при высокой доле заёмного капитала? Обоснуйте ответ.
2. Всегда ли рост активов свидетельствует об улучшении финансового состояния компании?
3. Как изменения в структуре активов могут повлиять на ликвидность предприятия?
4. Насколько показатель чистых активов важен для инвесторов и кредиторов?
5. Какие риски возникают при недостаточном уровне чистого оборотного капитала?
6. Может ли предприятие быть ликвидным, но финансово неустойчивым? Приведите пример.
7. Как экономические кризисы и инфляция влияют на показатели ликвидности и финансовой устойчивости?
8. Должны ли нормативные значения коэффициентов ликвидности быть одинаковыми для всех отраслей?

9. Как цифровизация бухгалтерского учёта и финансовой отчётности влияет на качество финансового анализа?

10. Как результаты анализа финансового состояния используются при разработке финансовой стратегии предприятия?

Ситуационные задания (мини-кейсы)

1. У предприятия увеличились оборотные активы, но коэффициент текущей ликвидности снизился. Как это можно объяснить?

2. Чистые активы компании ниже величины уставного капитала. Какие управленческие решения необходимо принять?

3. Предприятие активно использует краткосрочные кредиты для финансирования долгосрочных активов. Какие риски это создаёт?

4. Компания имеет положительный чистый оборотный капитал, но испытывает трудности с платежами. В чём возможные причины?

1. Как изменение структуры источников финансирования может повлиять на финансовую устойчивость предприятия?

ГЛАВА 4. АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ

4.1-§. Общая характеристика финансовых результатов

Общая характеристика финансовых результатов предприятия представляет собой оценку итогов его хозяйственной деятельности за определённый период, выраженных в форме прибыли или убытка. Финансовые результаты отражаются в отчёте о финансовых результатах и позволяют судить об эффективности использования ресурсов, уровне доходности и рентабельности бизнеса.

Ключевыми показателями выступают выручка от реализации продукции, работ или услуг, валовая прибыль, операционная прибыль, прибыль до налогообложения и чистая прибыль. Выручка отражает общий объём денежных поступлений от основной деятельности, валовая прибыль показывает разницу между выручкой и себестоимостью реализованной продукции, операционная прибыль характеризует эффективность основной деятельности без учёта финансовых и прочих доходов и расходов, прибыль до налогообложения определяется после учёта всех доходов и расходов, а чистая прибыль формируется после уплаты налогов и является конечным финансовым результатом.

Финансовые результаты анализируются в динамике, сравниваются с плановыми и нормативными показателями, а также с результатами конкурентов. Положительная динамика прибыли свидетельствует о росте эффективности и устойчивости предприятия, отрицательная — об убытках и необходимости корректировки стратегии управления.

Таблица 4.1

Основные финансовые результаты деятельности

Показатель	Значение показателя	Изменение за анализируемый период
------------	---------------------	-----------------------------------

	31.12.20__	31.12.20__	31.12.20__	(гр.4-гр.2)	% ((гр.4 -гр.2) : гр.2)
1	2	3	4	5	6
1. Выручка (Revenue) 010*					
2. Себестоимость продаж (Cost of sales) 020*					
3. Валовая прибыль (Gross profit) 030*					
4. Прочие доходы и расходы, (Other income and expenses) (040-090-110+170)*					
5. EBIT (прибыль до уплаты процентов и налогов) 240*					
6. Прибыль (убыток) (Profit (loss) 270*					

*код стр. отчета о прибылях и убытках Ф2

4.2-§. Анализ рентабельности

Рентабельность — универсальный индикатор, необходимый для оценки эффективности и принятия управленческих решений в любой сфере бизнеса. Она позволяет комплексно взглянуть на финансовое здоровье предприятия, выявляя, насколько эффективно используются ресурсы для генерации прибыли. Это не просто цифра, а мера операционной успешности и инвестиционной привлекательности. Регулярный анализ и мониторинг рентабельности позволяют выявлять проблемы и находить пути повышения прибыльности на ранних стадиях. Систематический подход к отслеживанию этих показателей помогает оперативно реагировать на изменения рыночной конъюнктуры, оптимизировать затраты и корректировать ценовую политику, предотвращая снижение финансовой устойчивости. Использование современных методов расчёта и автоматизации (например, в 1С) делает анализ более точным и оперативным. Применение детализированных методов, таких как ABC-костинг (Activity-Based Costing), маржинальный анализ или факторный анализ,

позволяет глубже понять структуру затрат и доходов. Автоматизированные системы, в свою очередь, сокращают время на сбор и обработку данных, минимизируют человеческие ошибки и предоставляют актуальную информацию для быстрого принятия решений.

Таблица 4.2

Анализ рентабельности

Показатели рентабельности	Значения показателя (в %)			Изменение показателя (гр.4 - гр.2)
	20__ г.	20__ г.	20__ г.	
1	2	3	4	5
1. Рентабельность продаж по валовой прибыли (Gross margin). $(030/010 \times 100)^*$				
2. Рентабельность продаж по EBIT (Operating margin, Return on sales) $((240/010) \times 100)^*$				
3. Рентабельность продаж по чистой прибыли (Profit margin). $(270/010 \times 100)^*$				
<i>Справочно:</i> Коэффициент покрытия процентов к уплате (Interest coverage ratio, ICR), коэфф. Нормальное значение: не менее 1,5. Коэффициент покрытия процентов = EBIT / Проценты к уплате				

*код стр. отчета о прибылях и убытках Ф2

Эффективный анализ рентабельности — это не разовая процедура, а постоянный процесс, который должен стать неотъемлемой частью управленческой культуры предприятия. Это динамичный инструмент, который при правильном использовании способен значительно улучшить финансовые результаты и обеспечить долгосрочное процветание бизнеса в постоянно меняющейся рыночной среде.

Таблица 4.3

Анализ рентабельности предприятия

Показатель рентабельности	Значение показателя, %			Изменение показателя (гр.4 - гр.2)	Расчет показателя
	20__ г.	20__ г.	20__ г.		

1	2	3	4	5	63
Рентабельность собственного капитала (Return on equity, ROE) 270**/480*					Отношение чистой прибыли к величине собственного капитала. Нормальное значение: 12% и более.
Рентабельность активов (Return on assets, ROA) 270**/400*					Отношение чистой прибыли к стоимости активов. Нормальное значение: не менее 6%.
Прибыль на задействованный капитал (Return on capital employed, ROCE) 240**/(480+770)*					Отношение прибыли до уплаты процентов и налогов (ЕВІТ) к собственному капиталу и долгосрочным обязательствам.

*код стр. бухгалтерского баланса Ф1

**код стр. отчета о прибылях и убытках Ф2

Коэффициент покрытия процентов (interest coverage ratio, ICR) характеризует способность организации обслуживать свои долговые обязательства. Показатель сравнивает прибыль до уплаты процентов и налогов (ЕВІТ) за определенный период времени (обычно один год) и проценты по долговым обязательствам за тот же период. Также данный показатель известен как коэффициент обслуживания долга.

Коэффициент покрытия процентов = ЕВІТ / Проценты к уплате

Фактически коэффициент показывает, во сколько раз прибыль до уплаты процентов и налогов превышает расходы на уплату процентов.

Чем меньше коэффициент покрытия процентов, тем выше кредитное бремя организации и тем выше вероятность наступления банкротства. Коэффициент ниже 1,5 ставит под вопрос возможность организации обслуживать свой долг. Критическим считается коэффициент менее 1 (т.е. ЕВІТ меньше процентов к уплате), которой означает, что приток денежных средств недостаточный для выплаты процентов кредиторам.

Чем выше коэффициент покрытия процентов, тем более устойчивое финансовое положение организации. Тем не менее,

слишком высокий коэффициент говорит о слишком осторожном подходе к привлечению заемных средств, что может привести к пониженной отдаче от собственного капитала (т.к. не используется кредитное плечо).

4.3-§. Расчёт и оценка показателей деловой активности (оборачиваемости)

Расчёт и оценка показателей деловой активности позволяют определить эффективность использования ресурсов предприятия и скорость их оборота. Эти коэффициенты характеризуют, насколько быстро активы превращаются в денежные средства, а также насколько эффективно организация управляет своим капиталом.

Основными показателями деловой активности являются:

Коэффициент оборачиваемости активов, рассчитывается как отношение выручки к средней величине активов. Он показывает, сколько рублей выручки приходится на один рубль активов. Чем выше значение, тем эффективнее используются активы предприятия.

Коэффициент оборачиваемости оборотных средств, определяется делением выручки на среднюю величину оборотных активов. Характеризует скорость превращения оборотных средств в денежную форму.

Коэффициент оборачиваемости запасов, рассчитывается как себестоимость реализованной продукции, делённая на среднюю стоимость запасов. Он отражает, сколько раз за период предприятие полностью обновило свои запасы.

Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности, определяется как выручка, делённая на среднюю величину дебиторской задолженности. Чем выше показатель, тем быстрее компания получает платежи от покупателей.

Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности, рассчитывается как себестоимость, делённая на среднюю величину кредиторской задолженности. Он показывает скорость расчётов предприятия с поставщиками и подрядчиками.

Средний срок оборота активов и их отдельных элементов определяется как отношение количества дней в периоде к соответствующему коэффициенту оборачиваемости.

Оценка показателей деловой активности проводится в динамике и в сравнении с нормативами и среднеотраслевыми значениями. Высокая оборачиваемость свидетельствует об эффективной работе и быстром обороте капитала, низкая — о замедлении деловой активности, росте издержек и возможных проблемах с ликвидностью.

Далее в таблице 3.4 рассчитаны показатели оборачиваемости ряда активов и обязательств, характеризующие скорость возврата авансированных на осуществление предпринимательской деятельности денежных средств и скорость погашения кредиторской задолженности при расчетах с поставщиками, подрядчиками, персоналом. Показатели оборачиваемости имеют сильную отраслевую специфику, зависят от вида деятельности, поэтому абсолютная величина показателя не позволяет произвести его качественную оценку. При анализе показателей оборачиваемости активов положительной динамикой считается увеличение коэффициентов (т.е. скорости обращения) и уменьшение дней оборота. Для показателей оборачиваемости обязательств и собственного капитала такой однозначной зависимости нет. В любом случае точный вывод можно сделать, лишь изучив причины, вызвавшие данные изменения.

Таблица 4.4

Оценка показателей деловой активности (оборачиваемости)

Показатель оборачиваемости	Значение показателя, дн.			Изменение, дн. (гр.4 - гр.2)
	20__ г.	20__ г.	20__ г.	
1	2	3	4	5
Оборачиваемость дебиторской задолженности (Receivables turnover) (отношение дебиторской задолженности к выручке*)				
Оборачиваемость кредиторской задолженности (Accounts payable turnover) (отношение краткосрочной величины кредиторской задолженности к объему закупок)				

Оборачиваемость запасов (Inventory turnover) (отношение запасов к себестоимости продаж)				
Оборачиваемость активов (Asset turnover) (отношение активов к выручке)				
Оборачиваемость оборотных средств (Current asset turnover) (отношение оборотных активов к выручке)				
Оборачиваемость собственного капитала (Capital turnover) (отношение собственного капитала к выручке)				
<i>Справочно:</i> Денежный цикл (цикл обращения денежных средств) (Cash conversion cycle) (суммарное число дней оборота дебиторской задолженности и запасов за вычетом числа дней оборота кредиторской задолженности)				

4.4-§. Прогнозирование банкротства (модели Альтмана и др.)

Прогнозирование банкротства представляет собой систему методов и моделей, позволяющих выявить вероятность наступления неплатёжеспособности предприятия в будущем. Оно необходимо для своевременного принятия управленческих решений, направленных на предотвращение кризисных ситуаций.

Существует два основных подхода к прогнозированию: качественный и количественный. Качественный основан на экспертных оценках, анализе деловой репутации, рыночной позиции, конкурентных преимуществ и менеджмента. Количественный включает расчёт финансовых коэффициентов и использование математико-статистических моделей.

Наиболее известными моделями количественного прогнозирования являются:

Модель Альтмана (Z-score) — многофакторная модель, в которой учитываются показатели ликвидности, рентабельности, оборачиваемости и структуры капитала. По рассчитанному индексу определяется вероятность банкротства.

Модель Спрингейта — модифицированный вариант анализа, где акцент сделан на прибыльности и рентабельности активов.

Модель Лиса, Таффлера и другие — применяются в разных странах и адаптируются под национальные особенности бухгалтерского учёта.

В процессе прогнозирования также используют анализ ликвидности и платёжеспособности, оценку деловой активности, динамику чистого оборотного капитала, уровень финансового рычага и соотношение собственных и заемных средств. Основная цель прогнозирования банкротства заключается не только в выявлении риска, но и в разработке мер по его снижению: оптимизация структуры капитала, сокращение затрат, повышение рентабельности, улучшение управления оборотными активами и обязательствами.

В качестве одного из показателей вероятности банкротства организации в таблице 4.5 приведён рассчитанный Z-счёт Альтмана, полученный на основе пятифакторной модели, применяемой для частных производственных предприятий:

$$Z\text{-счет} = 0,717T_1 + 0,847T_2 + 3,107T_3 + 0,42T_4 + 0,998T_5, \text{ где}$$

Таблица 4.5

Оценка вероятности банкротства Z-счёт Альтмана

Коэф-т	Расчет	Значение на 31.12.20__	Множитель	Произведение (гр. 3 x гр. 4)
1	2	3	4	5
T ₁	Отношение оборотного капитала к величине всех активов		0,717	
T ₂	Отношение нераспределенной прибыли к величине всех активов		0,847	
T ₃	Отношение ЕВІТ к величине всех активов		3,107	
T ₄	Отношение собственного капитала к заемному		0,42	
T ₅	Отношение выручки от продаж к величине всех активов		0,998	
Z-счет Альтмана:				

Предполагаемая вероятность банкротства в зависимости от значения Z-счета Альтмана составляет:

- 1.23 и менее – высокая вероятность банкротства;
- от 1.23 до 2.9 – средняя вероятность банкротства;
- от 2.9 и выше – низкая вероятность банкротства.

Другой метод прогнозирования банкротства – модель Таффлера, которая выражена следующей формулой:

$$Z = 0,53X_1 + 0,13X_2 + 0,18X_3 + 0,16X_4, \text{ где}$$

Таблица 4.6

Оценка вероятности банкротства Таффлера

Коэф-т	Расчет	Значение на 31.12.20__	Множитель	Произведение (гр. 3 x гр. 4)
1	2	3	4	5
X ₁	Прибыль до налогообложения / Краткосрочные обязательства		0,53	
X ₂	Оборотные активы / Обязательства		0,13	
X ₃	Краткосрочные обязательства / Активы		0,18	
X ₄	Выручка / Активы		0,16	
Z-счет Таффлера:				

Вероятность банкротства по модели Таффлера:

- Z больше 0,3 – вероятность банкротства низкая;
- Z меньше 0,2 – вероятность банкротства высокая.

Вопросы для повторения

2. В чём заключается сущность анализа эффективности деятельности предприятия?

3. Какова роль анализа финансовых результатов в системе финансового менеджмента?

4. Какие показатели относятся к финансовым результатам деятельности предприятия?

5. Что понимается под выручкой, прибылью и доходами предприятия?

6. Какие виды прибыли выделяются в финансовом анализе

(валовая, операционная, чистая)?

7. Какие факторы влияют на формирование финансовых результатов предприятия?

8. В чём заключается экономическая сущность рентабельности?

9. Какие основные показатели рентабельности используются для оценки эффективности деятельности?

10. Как рассчитывается рентабельность продаж, активов и собственного капитала?

11. Чем отличается рентабельность от абсолютных показателей прибыли?

12. Что такое деловая активность предприятия и какова её экономическая роль?

13. Какие показатели используются для анализа деловой активности (оборачиваемости)?

14. В чём заключается экономический смысл показателей оборачиваемости активов и капитала?

15. Как длительность операционного цикла влияет на финансовое состояние предприятия?

16. Что такое коэффициент оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженности?

17. Как показатели деловой активности связаны с ликвидностью и рентабельностью предприятия?

18. В чём заключается сущность прогнозирования банкротства?

19. Какие причины финансовой несостоятельности предприятий можно выделить?

20. Какие модели прогнозирования банкротства используются в практике финансового анализа?

21. Каково практическое значение модели Альтмана для оценки риска банкротства?

ГЛАВА 5. ИНВЕСТИЦИИ И ИХ УПРАВЛЕНИЕ

5.1-§. Сущность и виды инвестиций

Инвестиции представляют собой вложение капитала с целью получения прибыли или иного полезного эффекта. В условиях Узбекистана данный процесс приобретает особую актуальность в связи с масштабными экономическими реформами и либерализацией экономики.

К инвестициям относятся денежные средства в национальной валюте — суме, а также в иностранной валюте, ценные бумаги, обращающиеся на Ташкентской фондовой бирже, недвижимость, имущественные права и объекты интеллектуальной собственности.

Инвестиционная деятельность — это процесс вложения и управления инвестициями, направленный на достижение финансовых целей. Она осуществляется в соответствии с законодательством Республики Узбекистан и международными стандартами регулирования инвестиционной сферы.

В Узбекистане инвестиционная деятельность регулируется Законом "Об инвестициях и инвестиционной деятельности", который предоставляет широкие возможности как для резидентов, так и для иностранных инвесторов. Государство активно поддерживает привлечение прямых иностранных инвестиций через систему льгот и преференций.

Особенности узбекского инвестиционного климата включают либерализацию валютного законодательства, упрощение процедур ведения бизнеса, создание свободных экономических зон и промышленных парков. Это создает уникальные возможности для различных видов инвестиций в динамично развивающейся экономике. Центральный банк Республики Узбекистан играет ключевую роль в регулировании финансовых рынков и поддержании стабильности национальной валюты, что обеспечивает предсказуемую среду для долгосрочных инвестиций. Развитие цифровой экономики и внедрение современных финансовых технологий открывает новые горизонты для

инновационных инвестиционных продуктов.

Инвестиции играют критически важную роль в трансформации экономики Узбекистана. За последние годы страна привлекла более \$35 миллиардов прямых иностранных инвестиций, что способствовало модернизации промышленности, развитию инфраструктуры и созданию новых рабочих мест.

Мультипликативный эффект особенно заметен в условиях развивающейся экономики: каждый доллар инвестиций в Узбекистане генерирует 2,5-3 доллара дополнительной экономической активности. Это подтверждается ростом ВВП на 5,7% в 2023 году, во многом благодаря активным инвестициям в ключевые отрасли.

Приоритетные направления:

- Энергетика и возобновляемые источники энергии
- Химическая и нефтегазовая промышленность
- Текстильная индустрия и агропереработка
- IT-технологии и цифровизация
- Туризм и гостиничный бизнес

Правительство Узбекистана реализует амбициозную программу структурных реформ, направленную на создание благоприятной инвестиционной среды. Создание Агентства по развитию капитального рынка, модернизация банковской системы и развитие небанковских финансовых институтов способствуют диверсификации инвестиционных возможностей и снижению зависимости от традиционных источников финансирования.

Классификация инвестиций по объекту вложения в Узбекистане охватывает три основных направления: реальные, финансовые и интеллектуальные инвестиции.

Реальные инвестиции включают вложения в материальные и нематериальные активы. К ним относятся покупка недвижимости в крупнейших городах страны, таких как Ташкент, Самарканд и Бухара, модернизация промышленного оборудования и внедрение новых технологий, приобретение земельных участков в свободных экономических зонах, а также инвестиции в патенты и лицензии, обеспечивающие право на производство продукции.

Финансовые инвестиции связаны с вложениями в ценные бумаги и другие финансовые инструменты. В условиях Узбекистана это акции компаний, торгуемых на Ташкентской фондовой бирже, государственные облигации Министерства финансов, валютные депозиты в устойчивых банках, а также кредитование перспективных проектов малого и среднего бизнеса через микрофинансовые организации.

Интеллектуальные инвестиции направлены на развитие экономики знаний и инновационной среды. К ним относятся вложения в IT-стартапы, реализуемые в Ташкентском IT-парке и проекте Tashkent City, инвестиции в образовательные платформы и проекты в сфере EdTech, поддержку научных разработок в области зелёных технологий и возобновляемой энергетики, а также внедрение блокчейн-технологий и финтех-решений.

В Узбекистане уделяется особое внимание созданию благоприятных условий для всех типов инвестиций. Реальные инвестиции поддерживаются государством через льготное кредитование и налоговые преференции в приоритетных отраслях экономики, развитие фондового рынка способствует росту финансовых вложений, а государственные программы инновационного развития стимулируют интеллектуальные инвестиции, обеспечивая устойчивое формирование современной и конкурентоспособной экономики.

Виды инвестиций по срокам и целям в Узбекистане можно разделить на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные.

Краткосрочные инвестиции, срок которых не превышает одного года, включают депозиты в национальной валюте с доходностью до 20% годовых, валютные депозиты с доходностью 3–5%, приобретение краткосрочных государственных облигаций, а также торговые операции на валютном рынке через лицензированных дилеров. Эти инструменты позволяют инвесторам получить быстрый доход и защититься от краткосрочных колебаний экономики.

Среднесрочные инвестиции, рассчитанные на период от одного до трёх лет, предполагают вложения в акции растущих узбекских

компаний, участие в проектах государственно-частного партнёрства, инвестиции в недвижимость в развивающихся районах страны и кредитование малого и среднего бизнеса. Данный вид вложений ориентирован на получение устойчивого дохода при умеренном уровне риска.

Долгосрочные инвестиции, превышающие три года, связаны со стратегическими вложениями в крупные инфраструктурные проекты, созданием совместных предприятий в приоритетных отраслях экономики, финансированием образовательных и медицинских инициатив, а также пенсионным планированием. Эти инвестиции направлены на формирование долгосрочной стабильности и устойчивого роста капитала.

Цели инвестирования в Узбекистане включают накопление капитала с учётом возможной девальвации сума, получение пассивного дохода в условиях высоких процентных ставок, защиту от инфляции, уровень которой достигает 12–15% в год, поддержку инноваций в рамках программы Digital Uzbekistan, а также диверсификацию инвестиционного портфеля по валютам и видам активов.

Особенностью инвестиционного планирования в современных условиях является сочетание краткосрочных инструментов, позволяющих извлечь выгоду из высоких процентных ставок, с долгосрочными вложениями в быстрорастущие отрасли экономики. Уникальная экономическая ситуация в Узбекистане создаёт исключительные возможности для реализации различных инвестиционных стратегий, где краткосрочные вложения обеспечивают доходность и ликвидность, а долгосрочные способствуют развитию экономики и росту стоимости капитала.

Основные типы инвестиций по форме владения в Узбекистане можно разделить на три категории: инвестиции в собственность, кредитные инвестиции и денежные эквиваленты.

Инвестиции в собственность составляют около 35% портфеля. К ним относятся акции ведущих узбекских банков и телекоммуникационных компаний, недвижимость в центре Ташкента, доли в совместных предприятиях с иностранным капиталом, а также

земельные участки в индустриальных зонах. Данный вид вложений обеспечивает долгосрочный рост капитала и участие в управлении активами, что особенно важно в условиях развития фондового рынка и приватизации государственных предприятий.

Кредитные инвестиции занимают примерно 45% портфеля. В их число входят депозиты в государственных банках, облигации Министерства финансов Республики Узбекистан, корпоративные облигации, а также исламские финансовые инструменты. Они формируют основу инвестиционного портфеля благодаря высоким процентным ставкам и относительной стабильности банковской системы, которая укрепилась в результате проводимых экономических реформ.

Денежные эквиваленты составляют около 20% портфеля. Это валютные счета в долларах США, краткосрочные депозиты, государственные краткосрочные облигации, а также средства, размещённые в национальной платёжной системе «Хумо». Подобные инструменты обеспечивают необходимую ликвидность и позволяют снизить риски, связанные с волатильностью сумм и изменениями валютного законодательства.

Таким образом, в условиях Узбекистана оптимальным является сбалансированный подход к формированию инвестиционного портфеля. Кредитные инструменты сохраняют приоритетное значение за счёт доходности и надёжности, инвестиции в собственность становятся всё более привлекательными на фоне роста капитализации компаний и приватизации, а денежные эквиваленты играют ключевую роль в поддержании финансовой гибкости и ликвидности.

Инвестиционная деятельность в Узбекистане приобретает стратегическое значение в условиях масштабных экономических реформ, либерализации и интеграции в мировое хозяйство. Сочетание высокой доходности финансовых инструментов, приватизации государственных активов и активного развития инновационного сектора формирует уникальную среду для различных типов инвестиций.

По форме владения инвестиции в Узбекистане можно разделить

на три основные группы: инвестиции в собственность, кредитные вложения и денежные эквиваленты. Инвестиции в собственность охватывают такие направления, как приобретение акций ведущих банков и телекоммуникационных компаний, вложения в недвижимость в центре Ташкента, участие в совместных предприятиях с иностранным капиталом и покупка земельных участков в индустриальных зонах. Кредитные инвестиции включают депозиты в государственных банках, государственные облигации Министерства финансов, корпоративные долговые бумаги и исламские финансовые инструменты. Денежные эквиваленты представлены валютными счетами, краткосрочными депозитами, государственными краткосрочными облигациями и средствами в национальной платёжной системе «Хумо». Оптимальным считается сбалансированный портфель, где кредитные инструменты формируют основу благодаря высоким процентным ставкам и устойчивости банковской системы, инвестиции в собственность становятся всё более привлекательными в связи с развитием фондового рынка, а денежные эквиваленты обеспечивают необходимую ликвидность в условиях волатильности национальной валюты.

Помимо традиционных инструментов, в стране активно развиваются специализированные виды инвестиций. Венчурное инвестирование связано с поддержкой стартапов через IT-парк Ташкента, развитием финтех-решений, зелёных технологий и образовательных платформ. Спекулятивные инвестиции охватывают торговлю валютными парами USD/UZS, операции с драгоценными металлами через уполномоченные банки и спекуляции на сырьевых рынках, включая хлопок и энергоресурсы. Всё большее значение приобретает краудфандинг, реализуемый как через национальные платформы, так и посредством исламских финансовых инструментов, включая выпуск сукук.

Структура инвесторов в Узбекистане отражает переходный характер экономики. Частные инвесторы-резиденты стремятся сохранить и приумножить капитал в условиях инфляции и волатильности валютного рынка, отдавая предпочтение недвижимости и валютным депозитам. Корпоративные инвесторы — крупные

холдинги и государственные компании — направляют средства на модернизацию и консолидацию производства. Иностранные прямые инвесторы проявляют интерес к энергетике, горнодобывающей промышленности и текстильной отрасли, привлекаемые выгодным географическим положением, доступом к ресурсам и государственными гарантиями. Институциональные инвесторы — банки, пенсионные фонды и страховые компании — формируют долгосрочные портфели, учитывающие специфику узбекского рынка.

Мотивации инвесторов в Узбекистане объясняются сочетанием факторов: высокой доходностью (процентные ставки достигают 20% годовых), стабильным ростом экономики (ВВП увеличивается на 5–6% ежегодно), реформами, направленными на улучшение инвестиционного климата, выгодным географическим положением страны как транспортного узла между Азией и Европой, богатыми природными ресурсами и молодым населением, численность которого превысила 35 миллионов человек.

При этом инвестиционная деятельность сопряжена с определёнными рисками. Ключевым остаётся валютный риск, связанный с девальвацией сума, курс которого с 2017 года вырос в 2,5 раза. Инфляционный риск выражается в ежегодном росте цен на уровне 12–15%, что снижает реальную доходность национальных вложений. Политические и регулятивные риски связаны с изменениями законодательства, налоговой политики и валютного регулирования. Кроме того, сохраняются риски ликвидности, обусловленные ограниченностью фондового рынка и низкими объёмами торгов.

Доходность различных активов в Узбекистане колеблется от 3–5% по валютным депозитам до 200% по венчурным инвестициям, при этом риск и ликвидность существенно различаются. Консервативные инструменты, такие как государственные облигации и депозиты в банках, характеризуются низким риском и высокой ликвидностью, тогда как акции компаний, недвижимость и особенно венчурные проекты обладают высоким потенциалом доходности, но сопряжены с ограниченной возможностью быстрого выхода из инвестиций.

Стратегии управления рисками в узбекских условиях должны

включать валютную диверсификацию, распределение активов по срокам, использование защитных инструментов и поддержание ликвидных резервов. Оптимальным решением является сочетание высокодоходных местных инструментов с более стабильными валютными активами.

Таким образом, инвестиции в Узбекистане имеют стратегическое значение как для самих инвесторов, так и для национальной экономики. Они обеспечивают не только сохранение и приумножение капитала, но и способствуют модернизации производства, развитию инновационного сектора и созданию новых рабочих мест. Сочетание высокой доходности, реформ и государственной поддержки делает Узбекистан одним из наиболее перспективных инвестиционных направлений Центральной Азии. Успех на этом рынке требует глубокого понимания местной специфики, учёта рисков и грамотной диверсификации портфеля, что открывает широкие возможности для устойчивого роста капитала и участия в экономическом возрождении страны.

5.2-§. Источники финансирования инвестиционной деятельности

Эффективное финансирование инвестиционных проектов является ключевым фактором экономического развития Узбекистана. В условиях активной модернизации экономики и привлечения иностранных инвестиций компаниям необходимо грамотно выбирать источники финансирования для обеспечения устойчивого роста и конкурентоспособности.

Правильный выбор структуры финансирования определяет не только успех конкретного проекта, но и долгосрочную финансовую стабильность предприятия. В современных условиях узбекского рынка доступны различные инструменты финансирования, каждый из которых имеет свои особенности, преимущества и ограничения.

Внутренние источники финансирования играют ключевую роль в деятельности предприятий Узбекистана, особенно в условиях формирования и развития национального финансового рынка. Они

позволяют компаниям использовать собственные ресурсы для обеспечения устойчивости и расширения бизнеса без необходимости обращения к внешним кредиторам.

К основным внутренним источникам относятся:

1. Нераспределённая прибыль. Это основной источник самофинансирования узбекских компаний, позволяющий направлять полученные доходы на развитие производства, внедрение инноваций и расширение рынка сбыта. Для малого и среднего бизнеса реинвестирование прибыли особенно важно, так как обеспечивает рост при ограниченных возможностях доступа к внешним заёмным ресурсам.

2. Амортизационные отчисления. Являются систематическим способом накопления средств, предназначенных для обновления и модернизации основных фондов. В Узбекистане государство стимулирует предприятия к техническому перевооружению, предоставляя льготные нормы амортизации в рамках программ индустриального и инновационного развития.

3. Резервные фонды. Представляют собой целевые накопления, используемые для финансирования стратегических проектов или преодоления непредвиденных трудностей. Их формирование особенно важно в условиях валютной волатильности и зависимости от импорта технологий и оборудования, что характерно для национальной экономики.

Преимущества внутреннего финансирования заключаются в отсутствии процентных расходов и комиссий, полном контроле над распределением ресурсов, снижении зависимости от внешних кредиторов, сохранении конфиденциальности бизнес-планов и гибкости в принятии инвестиционных решений.

В то же время ограничения внутренних источников связаны с их недостаточностью для реализации масштабных инвестиционных проектов, ограниченным объёмом доступных ресурсов и медленным процессом накопления капитала. В результате компании могут упускать возможности быстрого роста в условиях динамично развивающегося рынка.

Таким образом, внутреннее финансирование является фундаментом инвестиционной деятельности узбекских предприятий. Однако для обеспечения долгосрочной конкурентоспособности и реализации крупных проектов его необходимо дополнять внешними источниками капитала.

Внутренние источники являются основой для самофинансирования предприятий и позволяют использовать собственные ресурсы для развития бизнеса без привлечения внешнего капитала.

Ключевыми видами внутренних источников являются:

- **Нераспределённая прибыль.** Основной источник финансирования в узбекских компаниях. Она позволяет реинвестировать доходы в развитие бизнеса без необходимости привлекать заемные средства. Для малого и среднего бизнеса данный источник особенно актуален в условиях становления национального финансового рынка.

- **Амортизационные отчисления.** Представляют собой систематическое накопление средств, используемых для обновления и модернизации основных фондов. В Узбекистане действуют льготные нормы амортизации, стимулирующие предприятия к техническому перевооружению в рамках государственных программ развития.

- **Резервные фонды.** Это целевые накопления компании, предназначенные для финансирования стратегических проектов и преодоления возможных кризисных ситуаций. Для узбекских предприятий их роль особенно значима из-за волатильности валютных курсов и необходимости импортировать оборудование и технологии.

Преимущества внутреннего финансирования включают отсутствие процентных расходов и комиссий, полный контроль над использованием средств, снижение зависимости от кредиторов, сохранение конфиденциальности бизнес-планов и гибкость при планировании инвестиций.

Ограничения внутренних источников связаны с их недостаточностью для крупных проектов, ограниченным объемом

доступных ресурсов и медленным процессом накопления капитала, что приводит к упущенным возможностям быстрого роста.

Внешние источники финансирования: заёмные средства

Внешние источники позволяют компаниям привлекать дополнительные ресурсы для ускоренного развития, но при этом сопровождаются финансовыми рисками и ростом долговой нагрузки.

Основные формы внешнего заёмного финансирования в Узбекистане:

- Банковские кредиты. Наиболее распространённый инструмент. Государственные банки предоставляют льготное кредитование приоритетных отраслей экономики, тогда как коммерческие банки активно развивают линейку продуктов для малого и среднего бизнеса. В последние годы процентные ставки постепенно снижаются благодаря политике Центрального банка.

- Облигационные займы. Развивающийся сегмент финансового рынка. Крупные государственные компании и корпорации активно размещают корпоративные облигации, а фондовая биржа «Тошкент» формирует инфраструктуру для развития долговых инструментов.

- Лизинг и факторинг. Альтернативные формы финансирования, набирающие популярность в экономике Узбекистана. Лизинговые компании предоставляют средства на приобретение оборудования и транспорта, тогда как факторинг решает проблему нехватки оборотного капитала, особенно для экспортёров.

Особенность узбекского рынка заключается в том, что государственные программы льготного кредитования позволяют получать ресурсы для стратегически важных проектов по ставкам 7–12% годовых, особенно в сельском хозяйстве, промышленности и экспортно-ориентированных отраслях.

Влияние на финансовую устойчивость. Привлечение заёмных средств увеличивает финансовый леверидж и может положительно сказаться на рентабельности собственного капитала. Однако при этом возрастает риск финансовой зависимости, особенно при кредитовании

в иностранной валюте, что требует учёта валютных рисков в условиях либерализации валютного рынка Узбекистана.

Внешние источники финансирования в форме привлечённых средств занимают всё более значимое место в экономике Узбекистана, так как позволяют компаниям получать капитал без создания долговой нагрузки. Одним из направлений является эмиссия акций и долевое участие. Фондовый рынок страны активно развивается, государство поощряет выход компаний на биржу через программы поддержки IPO. Такой механизм позволяет привлекать крупные инвестиции без увеличения долговой нагрузки, а либерализация экономики способствует росту интереса иностранных инвесторов к узбекским активам.

Важным источником выступают государственные субсидии и гранты. Правительство реализует масштабные программы поддержки инвестиционных проектов, Фонд реконструкции и развития предоставляет льготное финансирование. Для участников инвестиционной деятельности предусмотрены налоговые льготы и преференции. Приоритетное внимание уделяется проектам импортозамещения, развитию экспортного потенциала и внедрению современных технологий.

Особое значение имеют международные инвестиции. Узбекистан сотрудничает с такими институтами, как Азиатский банк развития, Всемирный банк, Европейский банк реконструкции и развития. Эти организации финансируют крупные инфраструктурные проекты и содействуют модернизации ключевых отраслей экономики. Кроме того, активно привлекаются прямые иностранные инвестиции через создание совместных предприятий и стратегические соглашения с зарубежными партнёрами.

Основные преимущества привлечённых источников заключаются в отсутствии обязательств по возврату средств в случае субсидий и грантов, доступе к крупным объёмам капитала, возможности привлечения международной экспертизы и технологий, а также в наличии государственной поддержки и гарантий. При этом они требуют соблюдения ряда условий: соответствия государственным

приоритетам, прозрачности использования ресурсов, выполнения экологических стандартов, создания рабочих мест для населения и обеспечения трансфера технологий и знаний.

Внешние источники финансирования в форме привлечённых средств становятся важным элементом развития экономики Узбекистана, поскольку позволяют компаниям расширять капитал без увеличения долговой нагрузки. Одним из ключевых направлений является эмиссия акций и долевое участие. Фондовый рынок страны активно развивается, государство стимулирует выход компаний на биржу через программы поддержки IPO. Такой механизм обеспечивает возможность привлечения значительных инвестиций без обременения долгами, а процесс либерализации экономики способствует росту интереса со стороны иностранных инвесторов к узбекским активам.

Существенную роль играют государственные субсидии и гранты. Правительство реализует масштабные программы поддержки инвестиционных инициатив, а Фонд реконструкции и развития предоставляет льготное финансирование. Для инвесторов действуют налоговые льготы и преференции, особое внимание уделяется проектам, связанным с импортозамещением и развитием экспортного потенциала.

Не менее значимыми являются международные инвестиции. Узбекистан активно сотрудничает с такими организациями, как Азиатский банк развития, Всемирный банк и Европейский банк реконструкции и развития. Эти институты финансируют крупные инфраструктурные проекты и оказывают содействие в модернизации различных отраслей экономики. Наряду с этим, привлекаются прямые иностранные инвестиции, реализуемые через совместные предприятия и стратегические партнёрства с зарубежными компаниями.

Особенности привлечённого финансирования заключаются в том, что такие источники предоставляют доступ к значительным объёмам капитала и современным технологиям, сопровождаются государственной поддержкой и гарантиями, а в случае грантов и субсидий не требуют возврата. При этом использование этих средств связано с определёнными условиями: соответствием государственным

приоритетам, прозрачностью управления ресурсами, соблюдением экологических норм, созданием рабочих мест для местного населения и обеспечением трансфера технологий.

Оптимальная структура финансирования для узбекских компаний предполагает комплексный подход, основанный на сбалансированном сочетании внутренних и внешних источников. Это позволяет минимизировать риски и укреплять финансовую устойчивость. Выбор источников финансирования должен учитывать особенности национального рынка, среди которых развивающаяся банковская система, государственная поддержка приоритетных отраслей, валютное регулирование и потенциал международного сотрудничества.

Особое значение приобретает проектное финансирование, представляющее собой современный механизм привлечения капитала с распределением рисков между участниками и возвратом средств за счёт доходов самого проекта. В условиях Узбекистана данный подход особенно актуален для реализации масштабных инфраструктурных инициатив.

Успешное финансирование во многом зависит от диверсификации источников, согласованности с долгосрочной стратегией компании, учёта валютных и процентных рисков, использования государственных льгот и преференций, развития отношений с финансовыми институтами и постоянного мониторинга изменений в законодательстве.

Перспективы развития внешнего финансирования связаны с дальнейшей либерализацией финансового рынка, активным внедрением исламского банкинга, развитием цифровых финансовых услуг и формированием венчурного капитала. Всё это создаёт дополнительные возможности для инвесторов и способствует укреплению инвестиционной привлекательности Узбекистана.

5.3-§. Методы оценки инвестиционных проектов

В современной экономике Узбекистана правильная оценка инвестиционных проектов становится критически важным навыком

для предпринимателей, финансовых аналитиков и руководителей компаний. С учетом активных экономических реформ, либерализации валютного рынка и создания благоприятного инвестиционного климата, понимание различных методов оценки помогает принимать взвешенные решения и максимизировать отдачу от вложений.

Статические методы оценки инвестиционных проектов представляют собой базовые инструменты финансового анализа, которые особенно востребованы в практике узбекских предприятий благодаря своей простоте и скорости расчетов. Эти методы не требуют сложных математических вычислений и могут быть легко применены даже при ограниченных аналитических ресурсах компании.

Период окупаемости представляет собой время, необходимое для возврата первоначальных инвестиций за счёт генерируемых проектом денежных потоков. Он рассчитывается по формуле: период окупаемости равен отношению инвестиций к годовой прибыли. Например, в условиях Узбекистана вложения в текстильное производство в размере 500 миллионов сум при годовой прибыли 125 миллионов сум обеспечивают период окупаемости, равный четырём годам.

Коэффициент эффективности отражает соотношение среднегодовой прибыли к размеру капиталовложений и показывает уровень рентабельности инвестиций. Формула его расчёта выражается как годовая прибыль, делённая на капиталовложения и умноженная на 100 процентов. Этот показатель используется для быстрой оценки целесообразности проектов, особенно в сфере услуг и торговли, которые являются одними из наиболее динамично развивающихся направлений бизнеса в Узбекистане.

В условиях узбекской экономики статические методы особенно актуальны для оценки проектов в традиционных отраслях – сельском хозяйстве, пищевой промышленности и торговле. Однако важно понимать их ограничения: данные методы не учитывают изменение покупательной способности сума, валютные колебания и различную стоимость денег во времени.

Практическое применение в Узбекистане показывает, что статические методы эффективны для предварительной оценки небольших проектов с коротким жизненным циклом, где влияние инфляции минимально. Для крупных долгосрочных проектов, особенно с привлечением иностранных инвестиций, рекомендуется дополнять статический анализ более сложными динамическими методами.

Динамические методы оценки инвестиционных проектов представляют собой более сложные и точные инструменты финансового анализа, которые учитывают временную стоимость денег и различные виды рисков. В условиях узбекской экономики, характеризующейся активными структурными преобразованиями и интеграцией в мировую экономику, эти методы становятся незаменимыми для принятия стратегических инвестиционных решений.

Чистая приведённая стоимость отражает разницу между дисконтированными денежными притоками и оттоками инвестиционного проекта. Если значение положительное, это указывает на экономическую привлекательность вложений. В условиях Узбекистана при расчёте необходимо учитывать валютные риски, особенно для проектов с экспортной составляющей, а также использовать ставки дисконтирования, соответствующие местной экономической ситуации.

Внутренняя норма рентабельности представляет собой ставку дисконтирования, при которой чистая приведённая стоимость равна нулю. Сравнение внутренней нормы рентабельности с требуемой доходностью помогает определить привлекательность инвестиций. В Узбекистане этот показатель особенно важен при анализе проектов в высокотехнологичных отраслях и при привлечении международного финансирования.

Индекс рентабельности рассчитывается как отношение приведённой стоимости денежных притоков к приведённой стоимости оттоков. Если значение больше единицы, проект считается прибыльным. Преимущество данного показателя заключается в

возможности ранжирования проектов по степени эффективности использования капитала, что

Динамические методы обеспечивают более точную оценку инвестиционных возможностей, поскольку учитывают инфляционные процессы, характерные для развивающихся экономик, альтернативные издержки капитала и временную стоимость денег. В контексте узбекской экономики особенно важно корректно определить ставку дисконтирования, учитывающую страновые и отраслевые риски.

Практика показывает, что динамические методы наиболее эффективны при оценке крупных инфраструктурных проектов, инвестиций в модернизацию производства и проектов с длительным сроком окупаемости, которые активно реализуются в рамках стратегии развития Узбекистана.

Дисконтирование денежных потоков составляет методологическую основу современного финансового анализа инвестиционных проектов. В условиях узбекской экономики, где наблюдается постепенная либерализация финансовых рынков и развитие банковского сектора, корректное применение методов дисконтирования становится ключевым фактором успешного инвестиционного планирования.

Дисконтирование свободного денежного потока по стоимости капитала компании является универсальным инструментом для оценки инвестиционных возможностей. Ключевым элементом процесса выступает определение адекватной ставки дисконтирования, которая должна учитывать безрисковую ставку доходности по государственным ценным бумагам Узбекистана, премию за рыночный риск, характерную для развивающихся рынков, отраслевые особенности и специфику бизнеса, а также валютные риски при привлечении иностранного финансирования.

Примером может служить проект строительства завода по переработке хлопка с инвестициями в размере 5 миллионов долларов и ставкой дисконтирования 12 процентов с учетом страновых рисков. Результат расчета показал чистую приведённую стоимость в размере 1,2 миллиона долларов при сроке реализации 10 лет. Такой подход

позволяет сопоставлять проекты различной продолжительности и масштаба. Например, при ставке дисконтирования 10 процентов долгосрочный проект с устойчивыми денежными потоками на протяжении 15 лет может оказаться более выгодным, чем краткосрочный проект с высокой начальной доходностью.

Эффективное применение дисконтирования предполагает тщательное прогнозирование денежных потоков с учётом сезонности и цикличности экономики Узбекистана, определение ставки дисконтирования на основе расчета средневзвешенной стоимости капитала с поправкой на страновые риски и валютную политику, а также расчет показателей эффективности таких как NPV, IRR и PI с применением анализа чувствительности.

Интерпретация полученных результатов должна проводиться в контексте стратегических целей компании. При этом важно учитывать ограничение методов дисконтирования, связанное с их зависимостью от точности исходных данных. В условиях развивающейся экономики Узбекистана, где статистическая база находится в стадии формирования, особое значение приобретает использование сценарного моделирования и анализа чувствительности для повышения надежности инвестиционных решений.

Успешная оценка инвестиционных проектов в условиях современного Узбекистана требует применения комплексного подхода, основанного на сочетании различных методов финансового анализа. Масштабные экономические реформы, создание особых экономических зон и активное привлечение иностранных инвестиций делают грамотную оценку проектов ключевым фактором для всех участников инвестиционного процесса.

Статические методы обеспечивают быструю предварительную оценку относительно небольших проектов и инвестиций в традиционных отраслях экономики страны. Период окупаемости и коэффициент эффективности остаются востребованными инструментами экспресс-анализа, позволяющими определить базовую рентабельность вложений.

Динамические методы, включающие расчёт чистой приведённой стоимости, внутренней нормы рентабельности и индекса рентабельности, составляют основу углублённого финансового анализа. Они особенно важны для крупных проектов, а также для инвестиций с участием международного капитала.

Методы дисконтирования позволяют учитывать временную стоимость денег и риски, что особенно актуально в узбекских условиях. Корректное определение ставки дисконтирования с поправкой на страновые и валютные риски является критическим элементом анализа. Чистая приведённая стоимость и внутренняя норма рентабельности остаются ключевыми индикаторами инвестиционной привлекательности, а индекс рентабельности дополняет их при ранжировании проектов. При этом срок окупаемости позволяет оценить ликвидность и скорость возврата вложенных средств.

Важным направлением является качественный анализ и экспертиза, включающие профессиональное суждение аналитиков и учёт специфики узбекского рынка. Регулятивные изменения, институциональные особенности и культурные факторы ведения бизнеса могут существенно влиять на результаты оценки и их практическое применение.

Грамотное использование методов оценки способствует минимизации рисков. Оно позволяет выявлять потенциальные угрозы на ранних стадиях, выстраивать оптимальную структуру финансирования и повышать общую эффективность инвестиционных решений.

Комплексный подход к оценке инвестиционных проектов формирует основу для стратегического планирования. Он помогает компаниям создавать сбалансированные портфели инвестиций, которые соответствуют целям долгосрочного развития в условиях модернизации узбекской экономики.

Таким образом, владение современными методами оценки и их профессиональное применение становится конкурентным преимуществом для предпринимателей и финансистов в Узбекистане. Это позволяет принимать обоснованные решения в условиях

динамичного роста экономики и множества новых инвестиционных возможностей.

5.4-§. Стратегическое управление инвестициями

Стратегическое управление инвестициями представляет собой долгосрочный процесс планирования, распределения и контроля капитала, направленный на достижение устойчивого роста и минимизацию рисков. Его основой является системный подход, который учитывает рыночные условия, макроэкономические тенденции и финансовые возможности инвестора. В условиях Узбекистана это особенно важно, так как рынок капитала находится на стадии активного развития и требует комплексного анализа.

Такой анализ предполагает учет инвестиционных целей, временного горизонта, допустимого уровня риска, валютных колебаний, особенностей регулирования и перспектив интеграции национального рынка в мировую финансовую систему. Для узбекских инвесторов это означает необходимость внимательно оценивать не только глобальные тенденции, но и внутренние факторы, такие как либерализация валютного рынка, развитие фондового сегмента и налоговые условия.

Стратегическое управление также связано с поддержанием дисциплины и контроля над инвестиционными решениями. Это помогает избегать импульсивных действий, снижает влияние эмоций и позволяет гибко адаптироваться к меняющимся условиям. Для развивающегося финансового сектора Узбекистана такой подход особенно актуален, так как он создает основу для рационального распределения ресурсов и долгосрочного повышения эффективности инвестиций.

Виды инвестиционных стратегий можно классифицировать по срокам, а также по степени активности управления капиталом.

Краткосрочные стратегии рассчитаны на период до одного года и предполагают получение быстрой прибыли за счет активной торговли ценными бумагами, валютными операциями или товарными

фьючерсами. В Узбекистане к таким инструментам относятся государственные краткосрочные облигации и депозиты в национальной валюте, которые популярны благодаря относительной надежности и доступности.

Среднесрочные стратегии охватывают горизонт от одного до пяти лет и представляют собой сбалансированный подход с умеренным уровнем риска. Они включают вложения в корпоративные облигации, акции крупных компаний, а также диверсифицированные портфели. Такой подход часто выбирают для накопления средств на крупные покупки или оплату образования.

Долгосрочные стратегии применяются на срок более пяти лет и в большинстве случаев связаны с консервативным управлением капиталом. Они подходят для пенсионных накоплений, формирования капитала и передачи наследства. Основные направления — инвестиции в недвижимость, долгосрочные облигации и акции компаний с устойчивым ростом, включая международные активы.

Кроме временной классификации стратегии делятся на пассивные и активные. Пассивные ориентированы на долгосрочное накопление и минимизацию операционных расходов. К ним относятся инвестиции в индексные фонды и ETF, стратегия «купи и держи» и формирование портфеля без частых сделок. Такой подход удобен для инвесторов, предпочитающих стабильность и не готовых тратить много времени на управление активами.

Активные стратегии предполагают регулярную торговлю ценными бумагами, использование спекулятивных операций и применение технического или фундаментального анализа. Они связаны с повышенными операционными расходами, но дают возможность получать высокую доходность при условии наличия у инвестора знаний, опыта и готовности к риску.

Выбор конкретной стратегии зависит от финансовых целей, уровня дохода, возраста и отношения инвестора к риску. В условиях Узбекистана необходимо учитывать дополнительные факторы, включая валютные риски при вложениях в иностранные активы и

возможности диверсификации портфеля за счет развивающихся национальных финансовых инструментов.

Виды инвестиционных стратегий классифицируются как по срокам вложений, так и по степени активности управления капиталом.

Краткосрочные стратегии рассчитаны на период до одного года и ориентированы на получение быстрой прибыли за счет активной торговли ценными бумагами, валютными операциями или товарными фьючерсами. В условиях Узбекистана к таким инструментам можно отнести государственные краткосрочные облигации и депозиты в национальной валюте, которые востребованы благодаря относительной надежности и доступности.

Среднесрочные стратегии охватывают временной горизонт от одного до пяти лет и предполагают более сбалансированный подход с умеренным уровнем риска. Они включают инвестиции в корпоративные облигации, акции крупных отечественных компаний, а также диверсифицированные портфели. Такой подход обычно применяется для накопления средств на крупные покупки или финансирование образования.

Долгосрочные стратегии реализуются на срок более пяти лет и в большинстве случаев связаны с консервативным управлением капиталом. Они используются для формирования пенсионных накоплений, создания капитала и обеспечения преемственности в передаче имущества. Основными направлениями являются инвестиции в недвижимость, долгосрочные облигации, а также акции компаний с устойчивым ростом, включая зарубежные активы.

Помимо временной классификации, инвестиционные стратегии делятся на пассивные и активные. Пассивные ориентированы на долгосрочное накопление и минимизацию операционных расходов. К ним относятся инвестиции в индексные фонды и ETF, стратегия «купи и держи» и формирование портфеля без частых сделок. Такой подход привлекателен для инвесторов, предпочитающих стабильность и не готовых к активному управлению.

Активные стратегии предполагают регулярную торговлю ценными бумагами, использование спекулятивных операций и применение

технического и фундаментального анализа. Они требуют значительных знаний, опыта и временных затрат, сопровождаются повышенными издержками, но могут обеспечивать более высокую доходность.

Выбор оптимальной стратегии зависит от целей инвестора, уровня дохода, возраста и толерантности к риску. В условиях Узбекистана особое значение имеет учет валютных рисков при вложениях в иностранные активы, а также использование возможностей диверсификации, которые предоставляет формирующийся национальный финансовый рынок.

Таблица 5.1

Классификация инвестиционных стратегий

Критерий	Вид стратегии	Характеристика	Примеры для Узбекистана
По сроку вложений	Краткосрочные (до 1 года)	Быстрая прибыль, высокая активность	Краткосрочные гос. облигации, депозиты в нац. валюте
	Среднесрочные (1–5 лет)	Сбалансированный риск, накопительные цели	Корпоративные облигации, акции крупных компаний, диверсифицированные портфели
	Долгосрочные (более 5 лет)	Консервативные вложения, создание капитала	Недвижимость, долгосрочные облигации, акции компаний с устойчивым ростом, международные активы
По активности управления	Пассивные	Долгосрочное накопление, минимальные расходы, стратегия «купи и держи»	Индексные фонды, ETF, портфель без частых сделок
	Активные	Частая торговля, спекуляции, высокий риск и расходы	Акции и облигации на фондовом рынке, валютные операции, фьючерсы

Современные вызовы стратегического управления инвестициями связаны с высокой степенью неопределенности и динамичными

изменениями на глобальном и национальном уровнях. Одним из ключевых факторов является экономическая нестабильность: глобальные кризисы и циклические спады требуют гибкой адаптации инвестиционных стратегий и постоянного мониторинга внешних условий. Существенное влияние оказывают и геополитические риски, включая международные санкции, торговые войны и нестабильность в отдельных регионах, что отражается на глобальных рынках капитала.

Все большее значение приобретает стратегическая интеграция, то есть согласование инвестиционной политики с долгосрочными бизнес-целями компаний и частных инвесторов. Наряду с этим развивается направление инновационных и венчурных инвестиций: вложения в технологические проекты и стартапы становятся драйвером долгосрочного роста и источником конкурентных преимуществ. Еще одной важной тенденцией является повышение роли устойчивых инвестиций, где все большее значение приобретают ESG-принципы, форм.

Для инвесторов в Узбекистане это означает активное участие в формировании собственного финансового будущего через грамотное использование развивающихся возможностей национального рынка капитала, при одновременном применении проверенных международных принципов управления рисками и портфельного инвестирования. Только такой подход обеспечит максимальную эффективность инвестиционной деятельности и создание устойчивого благосостояния для будущих поколений.

5.5-§. Финансовые риски

Финансовые риски представляют собой неотъемлемую часть деятельности любой организации в условиях рыночной экономики. В Республике Узбекистан вопросы управления финансовыми рисками регулируются комплексом нормативно-правовых актов, включая Закон «О Центральном банке Республики Узбекистан», Закон «О банках и банковской деятельности», а также специализированные положения и инструкции регулирующих органов. Понимание природы финансовых

рисков, их классификации и методов управления становится критически важным для обеспечения финансовой устойчивости и конкурентоспособности бизнеса в современных условиях.

В условиях глобализации и стремительного развития финансовых рынков управление рисками приобретает стратегическое значение. Узбекистан, реализуя масштабные экономические реформы в рамках Стратегии развития Нового Узбекистана, активно интегрируется в мировую финансовую систему. Это открывает новые возможности для бизнеса и инвесторов, однако одновременно порождает новые вызовы — волатильность валютных курсов, колебания процентных ставок, риски ликвидности и кредитные риски становятся всё более актуальными для отечественных предприятий и финансовых институтов. Эффективное управление финансовыми рисками позволяет не только защитить активы организации, но и создать устойчивую основу для долгосрочного роста и привлечения иностранных инвестиций.

Финансовый риск представляет собой вероятность возникновения неблагоприятных финансовых последствий в форме потери дохода или капитала в условиях неопределенности финансово-хозяйственной деятельности. Отличительной особенностью финансовых рисков является их спекулятивный характер, предполагающий возможность как негативных, так и позитивных результатов. В контексте узбекского законодательства понятие финансового риска раскрывается через призму требований к достаточности капитала и ликвидности, установленных Центральным банком Республики Узбекистан.

Сущность финансового риска проявляется в его двойственной природе: с одной стороны, риск является источником потенциальных убытков, с другой — необходимым условием получения прибыли. Чем выше уровень принимаемого риска, тем больше потенциальная доходность операции. Эта закономерность лежит в основе всех финансовых решений и требует от менеджмента компании глубокого понимания механизмов возникновения и развития рискованных ситуаций. Современная теория финансового риска опирается на концепцию «риск — доходность», разработанную в рамках портфельной теории Г.

Марковица и модели оценки капитальных активов (САРМ), а также на практические наработки Базельского комитета по банковскому надзору, постепенно внедряемые в узбекскую банковскую систему.

Различные регуляторные органы Республики Узбекистан трактуют понятие финансового риска с учётом специфики своей сферы надзора. Сравнительный анализ определений позволяет выявить общие черты и отличия в подходах к регулированию рисков.

Таблица 5.2

Общие черты и отличия в подходах к регулированию рисков

Регуляторный орган / документ	Определение финансового риска	Ключевые характеристики	Акцент регулирования
Центральный банк РУз (Базель III)	Вероятность потерь вследствие неблагоприятного изменения рыночной конъюнктуры, дефолта контрагента или операционных сбоев	Количественная оценка, пруденциальные нормативы, требования к капиталу	Системная устойчивость банков
Министерство финансов РУз	Возможность отклонения фактических финансовых результатов от запланированных под воздействием внешних и внутренних факторов	Бюджетное планирование, управление государственным долгом	Фискальная устойчивость
Агентство по развитию рынка капитала (АРКРК)	Риск потерь, связанных с операциями на рынке ценных бумаг, изменением стоимости финансовых инструментов	Рыночная волатильность, защита инвесторов	Фондовый рынок
МСФО (IAS 32, IFRS 7)	Риск того, что финансовый инструмент вызовет	Раскрытие информации, справедливая стоимость	Корпоративная отчётность

	финансовые потери у одной из сторон		
Базельский комитет (BIS)	Совокупность кредитного, рыночного и операционного рисков, требующих покрытия регуляторным капиталом	Три «столпа»: минимальные требования, надзор, рыночная дисциплина	Глобальная финансовая стабильность

Данные Центрального банка Республики Узбекистан и Министерства финансов свидетельствуют о существенной динамике финансовых рисков в период 2020–2023 годов, обусловленной как глобальными потрясениями (пандемия COVID-19), так и внутренними реформами.

Таблица 5.3

Динамике финансовых рисков в период 2020–2023

Показатель	2020	2021	2022	2023
Курс USD/UZS (на конец года)	10 465 сум	10 686 сум	11 248 сум	12 265 сум
Доля просроченных кредитов (NPL), % от портфеля	4,2%	3,8%	3,1%	2,9%
Базовая ставка ЦБ РУз (на конец года)	14,0%	14,0%	15,0%	13,5%
Достаточность капитала банковского сектора (CAR), %	18,3%	17,9%	19,1%	20,4%
Коэффициент покрытия ликвидностью (LCR), %	128%	134%	142%	151%
Рост кредитного портфеля банков, % г/г	+22%	+28%	+24%	+18%
Государственный долг, % к ВВП	37,8%	36,5%	34,1%	33,2%

Влияние финансовых рисков на устойчивость бизнеса невозможно переоценить. Неадекватное управление рисками может привести к финансовым потерям, потере репутации, снижению рыночной стоимости компании и даже банкротству. Примерами реализации финансовых рисков служат валютные колебания (особенно актуальные для Узбекистана в связи с либерализацией валютного

рынка с 2017 года), кредитные дефолты контрагентов и изменения процентных ставок, влияющие на стоимость заимствований.

Таблица 5.4

**Основные виды финансовых рисков и их проявление в
Узбекистане**

Вид финансового риска	Примеры проявления в Узбекистане	Потенциальные последствия	Инструменты управления
Валютный риск	Колебания курса сума к доллару США: депрециация более 17% за 2020–2023 гг.; высокая долларизация депозитов (~40%)	Потери при конвертации, рост себестоимости импорта, балансовые убытки	Хеджирование, лимиты ОВП, естественное хеджирование
Процентный риск	Повышение базовой ставки ЦБ с 14% до 15% в 2022 г. на фоне инфляции; резкий рост ставок по ипотечным кредитам	Увеличение стоимости кредитов, снижение инвестиционной активности, переоценка облигационного портфеля	Процентные свопы, GAP-анализ, управление дюрацией
Кредитный риск	Неплатежеспособность заёмщиков в условиях экономических реформ; NPL в банковском секторе — 2,9% (2023 г.)	Формирование проблемных активов, потери банковского капитала, необходимость досоздания резервов	Кредитный скоринг, залоги, диверсификация портфеля
Риск ликвидности	Недостаток ликвидных активов для выполнения обязательств; стресс-тест ЦБ выявил уязвимости у 3 банков в 2021 г.	Невозможность своевременных расчётов, репутационные потери, обращение за экстренной ликвидностью к ЦБ	Буферы ликвидности, LCR/NSFR, линии рефинансирования ЦБ

Операционный риск	Кибератаки на финансовую инфраструктуру; ошибки процессинга платежей; мошеннические схемы с цифровыми кошельками	Прямые финансовые потери, штрафы регулятора, ущерб репутации	Страхование, KRI, системы внутреннего контроля, киберзащита
Страновой / политический риск	Изменения налогового законодательства, санкционное давление на регион, геополитические риски после 2022 г.	Пересмотр инвестиционных решений иностранными партнёрами, удорожание внешних заимствований	Страхование ПИИ, диверсификация контрагентов, мониторинг регуляторной среды

Классификация финансовых рисков представляет собой систематизацию различных видов рисков по определенным признакам и критериям. В соответствии с международными стандартами и требованиями Базельского комитета по банковскому надзору, которые адаптированы Центральным банком Республики Узбекистан, выделяют несколько основных категорий финансовых рисков. Основными видами являются кредитный риск, рыночный риск, операционный риск, риск ликвидности, валютный риск, процентный риск, инвестиционный риск и налоговый риск.

Кредитный риск возникает при невыполнении заемщиком или контрагентом своих договорных обязательств. В условиях Узбекистана этот риск особенно актуален для банковского сектора, где доля проблемных кредитов исторически составляла значительную часть кредитного портфеля. Положение Центрального банка РУз «О порядке формирования и использования резервов на покрытие возможных убытков по активам банков» устанавливает требования к классификации активов и формированию резервов под кредитный риск.

Применение диверсификации и хеджирования является эффективным способом снижения финансовых рисков. Диверсификация предполагает распределение капитала между

различными активами, снижая зависимость от одного источника дохода. Хеджирование использует производные финансовые инструменты для защиты от неблагоприятных изменений цен. В Узбекистане рынок производных инструментов находится на этапе развития, что регулируется соответствующими положениями ЦБ РУз и Агентства по развитию рынка капитала. Современные программные решения для мониторинга и прогнозирования рисков становятся неотъемлемой частью инфраструктуры финансовых организаций, обеспечивая автоматизацию процессов оценки и контроля рисков.

Риск-менеджмент представляет собой систематический процесс идентификации, анализа, оценки, контроля и минимизации финансовых рисков в организации. В соответствии с Положением Центрального банка Республики Узбекистан «О требованиях к системе управления рисками в банках», эффективная система риск-менеджмента является обязательным элементом корпоративного управления финансовых организаций. Роль риск-менеджмента возрастает в условиях либерализации экономики, интеграции в мировые финансовые рынки и усиления конкуренции.

Процесс управления рисками включает несколько последовательных этапов. Первый этап — идентификация рисков — предполагает выявление всех потенциальных источников неопределенности и угроз для финансовой деятельности организации. На этом этапе используются различные методы, включая анализ финансовой отчетности, экспертные оценки, анализ внешней среды. Закон Республики Узбекистан «О бухгалтерском учете» и национальные стандарты финансовой отчетности обеспечивают информационную базу для идентификации рисков.

Вопросы для повторения

1. В чём заключается экономическая сущность инвестиций?
2. Какие виды инвестиций выделяются в финансовом менеджменте?

3. Чем отличаются реальные и финансовые инвестиции?
4. Какие источники финансирования инвестиционной деятельности существуют?
5. Какова роль собственных и заёмных средств в инвестиционном процессе?
6. Что понимается под инвестиционным проектом?
7. Какие этапы включает процесс управления инвестициями?
8. В чём заключается сущность дисконтирования денежных потоков?
9. Какие методы оценки инвестиционных проектов относятся к статическим?
10. Какие динамические методы оценки эффективности инвестиций применяются на практике?
11. Как рассчитываются показатели NPV, IRR, PI и срок окупаемости?
12. Каково экономическое содержание чистой приведённой стоимости (NPV)?
13. Какие факторы влияют на инвестиционные риски?
14. В чём заключается стратегическое управление инвестициями?
15. Как государственная инвестиционная политика влияет на инвестиционную активность предприятий?
16. Что такое финансовый риск и какова его сущность? Объясните спекулятивный характер финансовых рисков и приведите примеры из практики узбекских компаний.
17. Какие основные виды финансовых рисков существуют? Приведите примеры каждого вида рисков применительно к банковскому сектору Узбекистана.

Кейс. Доходность и риск актива

Ключевые понятия данной темы:

1. Риск - вероятность того, что произойдет неблагоприятное событие.

2. Большинство рациональных инвесторов формируют из своих активов портфели. При этом их преимущественно интересует общий риск портфеля, а не риск отдельных активов, входящих в данный портфель.

3. Риск денежных потоков, связанных с активом, можно рассматривать как автономный риск, т.е. риск актива, рассматриваемого самостоятельно, и риск актива, входящего в портфель ценных бумаг. Во втором случае актив рассматривается как часть портфеля наравне с другими активами, и его риск понижается при помощи диверсификации.

4. Ожидаемая (средняя) доходность инвестиций – это среднее значение (математическое ожидание) вероятностного распределения их доходности.

5. Чем выше вероятность того, что фактическая доходность активов окажется ниже ожидаемой, тем выше автономный риск, связанный с данным активом.

6. «Средний» инвестор несклонен к риску, что означает, что он должен получить компенсацию за принятие на себя риска, если он вкладывает деньги в рискованные активы. Следовательно, более рискованные активы должны, с точки зрения инвесторов, обеспечивать более высокую доходность, чем менее рискованные.

7. Риск, связанный с активом, состоит из: 1) диверсифицируемого риска, который можно устранить при помощи диверсификации, и 2) неустранимого с помощью диверсификации рыночного риска.

8. Релевантный (существенный) риск отдельного актива – это его вклад в совокупный риск хорошо диверсифицированного портфеля, т.е. рыночный риск актива. Поскольку рыночный риск невозможно устранить с помощью диверсификации, инвесторы должны получать компенсацию за то, что принимают на себя этот риск.

Зад. 1. Данные о доходности акции за 10 лет представлены в таблице:

Годы	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Доходность	10	14	10	8	-5	-3	3	7	12	16

%										
---	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Определить ожидаемую доходность актива.

Зад. 2. Данные о доходности актива за прошедшие 9 лет представлены в таблице:

Годы	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Доходность %	6	4	-1	2	5	8	3	4	10

Определить ожидаемую доходность актива.

Зад.3. Данные о доходности актива за прошедшие 9 месяцев:

Месяцы	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Доходность %	3	-2	-1	2	6	5	8	10	12

Определить ожидаемую доходность актива в расчете на месяц.

Зад. 4. Владелец полагает, что в будущем следует ожидать следующего вероятностного распределения доходности его активов:

Доходность (%)	-10	-5	0	5	10	15	20	25	30
Вероятность (%)	3	7	12	15	17	20	16	7	3

Определить ожидаемую доходность актива.

Зад.5. Инвестор приобретает **актив 1** на 400 тыс. д. е. и **актив 2** на 100 тысяч д. е. Ожидаемая доходность **актива 1** равна 28%, **актива 2** – 35%. Определить ожидаемую доходность сформированного портфеля.

Зад. 6. Инвестор приобретает актив А на 400 тыс. д. е., актив В на 100 тыс. д. е. и актив С на 300 тыс. д. е. Ожидаемая доходность актив А равна 20%, В – 25%, С – 22%. Определить доходность сформированного портфеля.

Зад. 7. Инвестор приобретает рискованный актив А на 400 тыс. д. е. за счет собственных средств, занимает 100 тыс. д. е. под 15% и также инвестирует их в актив А. Ожидаемая доходность актива А равна 28%.

Определить ожидаемую доходность сформированного портфеля инвестора.

При расчете ожидаемой доходности портфеля удельные веса активов (W) определяются относительно собственных средств инвестора.

Зад. 8. Прогноз инвестора относительно возможных сценариев доходности акций компаний А и Б с учетом их вероятностей P в следующем периоде представлен в таблице:

	$r_B = 10\%$	$r_B = 20\%$
$r_A = 10\%$	$P_1 = 20\%$	$P_3 = 30\%$
$r_A = 40\%$	$P_2 = 40\%$	$P_4 = 10\%$

Определить ожидаемую доходность портфеля, если удельные веса акций А и Б в портфеле составляют соответственно 30% и 40%.

Ход решения:

- 1) рассчитываем вероятность того, что доходность акции А составит 10%;
- 2) рассчитываем вероятность того, что доходность акции А составит 40%;
- 3) определяем ожидаемую доходность акции А;
- 4) рассчитываем вероятность того, что доходность акции Б составит 10%;
- 5) рассчитываем вероятность того, что доходность акции Б составит 20%;
- 6) определяем ожидаемую доходность акции Б;
- 7) рассчитываем доходность портфеля.

Вычисление риска актива

Зад. 9. Доходность актива за 8 лет следующая:

Годы	1	2	3	4	5	6	7	8
Доходность	10	14	18	16	-10	-5	6	15

Определить риск актива с помощью показателей средней ожидаемой доходности, выборочной дисперсии и стандартного отклонения доходности ($\bar{r}$, σ^2 и σ).

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2 / n;$$

где r_i – доходность актива в i -м периоде;

$\bar{r}$ – средняя (ожидаемая) доходность актива;

$$\bar{r} = \frac{\sum_{i=1}^n r_i}{n}$$

n – число периодов наблюдения;

σ^2 – Выборочная дисперсия доходности актива;

σ – стандартное (среднеквадратичное) отклонение доходности.

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}.$$

Зад. 10. На основе данных задачи 1 определить, какую доходность инвестор может получить по активу через год с вероятностью а) 68.3%, б) 95.4%, в) 99.7%. Распределение доходности актива предполагается нормальным.

Зад. 11. Доходность актива за 10 дней представлена в таблице:

Дни	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Доходность %	0.1	0.5	1.2	-0.4	-0.2	-0.01	0.3	0.6	-0.05	1.3

Определить риск актива, представленный показателями выборочной дисперсии и стандартного отклонения (в расчете на один день).

Средняя доходность актива в расчете на один день равна:

$$\bar{r} = \frac{\sum_{i=1}^n r_i}{n}$$

ГЛАВА 6. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ И УПРАВЛЕНИЕ ИМИ

6.1-§. Понятие и значение денежных потоков

Денежный поток (cash flow) — это движение денежных средств предприятия, которое включает все поступления и выплаты, распределённые во времени. Он показывает, сколько реально денег входит в компанию и выходит из неё в определённый период. В отличие от прибыли, которая рассчитывается по бухгалтерским стандартам и может включать начисленные, но ещё не полученные доходы или обязательства, денежный поток отражает только фактическое движение средств. Поэтому прибыль может быть положительной, но при этом у компании может не хватать ликвидности для выполнения текущих обязательств.

Практическое значение денежного потока заключается в том, что он является ключевым показателем финансовой устойчивости. Анализ cash flow позволяет оценить способность компании вовремя платить по долгам, финансировать текущую деятельность, инвестировать в развитие и обеспечивать дивиденды акционерам.

В контексте узбекской экономики, где многие предприятия работают с государственными заказами и сталкиваются с сезонными колебаниями спроса, особенно важно различать денежные потоки и бухгалтерскую прибыль. Компания может показывать хорошие результаты на бумаге, но испытывать серьёзные проблемы с ликвидностью из-за задержек в поступлении платежей от крупных заказчиков. Денежный поток является более точным индикатором реального финансового состояния предприятия, поскольку отражает фактическую способность компании генерировать наличные средства. Это особенно актуально для узбекских предприятий, работающих в сфере сельского хозяйства, где доходы носят сезонный характер, или в сфере экспорта, где поступления зависят от валютных операций.

Классификация денежных потоков традиционно строится по видам деятельности предприятия, что позволяет более точно оценить источники формирования средств и направления их использования.

Операционный денежный поток отражает движение средств, связанное с основной хозяйственной деятельностью компании. Ключевые статьи включают поступления от реализации продукции или услуг, оплату поставщикам сырья и материалов, выплату заработной платы сотрудникам, налоговые и обязательные платежи. Этот показатель является основным индикатором способности предприятия генерировать средства для поддержания текущей деятельности.

Инвестиционный денежный поток связан с приобретением и продажей долгосрочных активов. Сюда относятся расходы на покупку производственного оборудования, строительство или реконструкцию зданий, а также поступления от продажи основных средств и инвестиций в дочерние компании. Отрицательный инвестиционный поток часто свидетельствует о расширении бизнеса и вложениях в будущее развитие.

Финансовый денежный поток отражает движение средств, возникающее при привлечении и возврате капитала. Он включает получение банковских кредитов, выпуск корпоративных облигаций или акций, выплату дивидендов акционерам и погашение займов. Данный поток показывает, как предприятие финансирует свою деятельность и взаимодействует с внешними инвесторами и кредиторами. В совокупности три вида денежных потоков дают целостное представление о финансовой устойчивости компании и её стратегии развития. В условиях Узбекистана особое внимание следует уделить операционному денежному потоку, который в значительной степени зависит от эффективности взаимодействия с государственными структурами, своевременности получения лицензий и разрешений, а также от стабильности поставок импортного сырья и оборудования. Денежные потоки классифицируются не только по видам деятельности, но и по другим признакам, что позволяет глубже анализировать их структуру и динамику.

По направлению движения выделяют положительные (приток) и отрицательные (отток) потоки. Приток формируется за счёт поступлений от покупателей, заёмщиков и инвесторов, тогда как отток отражает выплаты поставщикам, работникам, кредиторам и

государству. По методу исчисления различают валовой и чистый денежные потоки. Валовой поток показывает общий объём поступлений или выплат без взаимозачёта, а чистый представляет собой разницу между притоком и оттоком за определённый период. По времени оценки денежные потоки делятся на настоящие и будущие. Настоящий поток — это величина, приведённая к текущему моменту с учётом дисконтирования, тогда как будущий отражает прогнозируемые поступления и выплаты в определённый период. По стабильности интервалов выделяют регулярные и нерегулярные потоки. Регулярные представляют собой аннуитеты, то есть поступления и выплаты через равные промежутки времени, а нерегулярные возникают в произвольные моменты, например, при внеплановых поступлениях или единовременных расходах.

Для предприятий Узбекистана особенно актуальным является планирование денежных потоков с учётом сезонности многих отраслей экономики. Например, предприятия пищевой промышленности должны учитывать сезонность поставок сельскохозяйственного сырья, а туристические компании — сезонные колебания спроса на услуги.

Для предприятий Узбекистана планирование денежных потоков имеет особое значение, поскольку многие отрасли подвержены выраженной сезонности. Так, компании пищевой промышленности должны учитывать цикличность поставок сельскохозяйственного сырья, а туристический бизнес — колебания спроса на услуги в разные периоды года.

Денежные потоки можно рассматривать как ключевой элемент устойчивости бизнеса. Их значение проявляется в нескольких аспектах.

Во-первых, это «кислород» компании: именно движение средств обеспечивает непрерывность хозяйственных операций, возможность своевременно оплачивать счета, выплачивать заработную плату сотрудникам, рассчитываться с поставщиками и выполнять обязательства перед государством.

Во-вторых, положительный денежный поток формирует доверие партнёров. Компании с устойчивым cash flow имеют более высокую

кредитоспособность и вызывают доверие у инвесторов, банков и деловых партнёров, что упрощает доступ к финансированию и открывает перспективы для расширения бизнеса.

В-третьих, анализ денежных потоков служит основой для управленческих решений. Он помогает оценивать эффективность деятельности, планировать инвестиции, управлять ликвидностью и контролировать финансовые риски.

Практическим примером может служить узбекская текстильная компания, которая демонстрирует высокую рентабельность продаж, но сталкивается с проблемами в области денежных потоков. Причиной могут быть длительные сроки поставки импортного сырья и задержки при получении валютной выручки от экспорта готовой продукции. Такая ситуация наглядно показывает, что даже при положительных финансовых результатах дефицит ликвидности способен создавать серьёзные угрозы для устойчивого развития бизнеса.

В условиях развивающейся экономики Узбекистана управление денежными потоками приобретает особую важность. Многие предприятия сталкиваются с проблемами доступа к банковскому финансированию, высокими процентными ставками и ограниченностью источников привлечения капитала. В таких условиях эффективное управление собственными денежными потоками становится ключевым фактором выживания и развития бизнеса.

Особенно важно учитывать специфику валютного регулирования в Узбекистане. Предприятия, осуществляющие экспортно-импортные операции, должны тщательно планировать валютные денежные потоки, учитывая требования по обязательной продаже валютной выручки и ограничения на валютные операции.

В условиях развивающейся экономики Узбекистана управление денежными потоками действительно становится ключевым элементом устойчивости бизнеса. Ограниченный доступ к банковскому финансированию, высокие процентные ставки и недостаток альтернативных источников капитала вынуждают предприятия полагаться в первую очередь на собственные финансовые ресурсы. Эффективное управление притоками и оттоками средств позволяет не

только поддерживать ликвидность, но и создавать основу для расширения и долгосрочного развития.

Особое значение в Узбекистане имеет валютное регулирование. Для компаний, вовлечённых в экспортно-импортные операции, важным фактором становится планирование валютных потоков с учётом требований по обязательной продаже валютной выручки и действующих ограничений. Ошибки в прогнозировании валютных поступлений или выплат могут приводить к серьёзным кассовым разрывам, даже если бизнес в целом рентабелен.

Итоги и практические рекомендации сводятся к следующим положениям. Регулярный мониторинг денежных потоков необходим для своевременного выявления проблемных зон. Для этого рекомендуется внедрять специализированное программное обеспечение, позволяющее автоматизировать процессы учёта и анализа. Применение различных методов расчёта также важно: прямой метод обеспечивает оперативное управление ликвидностью, а косвенный даёт стратегическое понимание финансового положения компании.

Планирование и прогнозирование движения денежных средств — это инструмент предотвращения кассовых разрывов и обеспечения устойчивости. Компании должны формировать как краткосрочные бюджеты, отражающие ежедневные и ежемесячные потребности, так и долгосрочные планы, ориентированные на инвестиции и развитие.

Ключевой принцип управления заключается в том, что денежный поток важнее бухгалтерской прибыли. Прибыль может быть формальной, тогда как именно наличие свободных денежных средств определяет способность предприятия выполнять обязательства. Поэтому внимание должно быть сосредоточено на управлении ликвидностью.

Для узбекских предприятий дополнительной мерой устойчивости может стать создание резервного фонда денежных средств, который позволит сглаживать сезонные колебания и покрывать непредвиденные расходы. Такая практика особенно актуальна для

отраслей с выраженной сезонностью, например сельского хозяйства, пищевой промышленности и туризма.

Для предприятий Узбекистана рекомендуется также учитывать специфику местного делового климата: необходимость поддержания хороших отношений с государственными структурами, важность личных связей в бизнесе, влияние религиозных праздников на деловую активность. Все эти факторы должны найти отражение в планах движения денежных средств.

Эффективное управление денежными потоками в конечном итоге определяет не только текущую ликвидность предприятия, но и его способность к развитию, расширению и адаптации к изменяющимся рыночным условиям. Инвестируйте время и ресурсы в создание надёжной системы управления денежными потоками — это foundation вашего финансового успеха.

6.2-§. Методы управления денежными потоками

Суть управления денежными потоками заключается в обеспечении стабильного и непрерывного функционирования предприятия за счёт грамотного планирования, распределения и контроля движения денежных средств. Денежный поток отражает реальное финансовое состояние бизнеса, в отличие от прибыли, которая может быть лишь бухгалтерским показателем.

Для экономики Узбекистана это особенно важно из-за сезонности ряда отраслей, зависимости от валютных поступлений и ограниченности доступа к кредитным ресурсам. Компании, работающие с государственными заказами и экспортными операциями, должны уделять особое внимание управлению ликвидностью, чтобы сохранять устойчивость даже в условиях колебаний валютного курса и изменений в регулировании.

Значение управления денежными потоками проявляется в нескольких аспектах. Во-первых, оно обеспечивает финансовое равновесие предприятия, снижает риск неплатежеспособности и уменьшает зависимость от заемных средств. Во-вторых, грамотная

работа с cash flow позволяет формировать достаточный объём ресурсов для текущей деятельности и инвестиций, поддерживать платёжеспособность, своевременно выполнять обязательства перед сотрудниками, государством и кредиторами.

Ключевыми задачами управления денежными потоками выступают: формирование необходимого объёма денежных средств для устойчивой работы бизнеса; поддержание платёжеспособности за счёт своевременного исполнения обязательств; максимизация чистого денежного потока как основы для реинвестирования и роста; рациональное распределение ресурсов с учётом приоритетов развития и государственных программ модернизации экономики Узбекистана.

Как видно из рис. 5.1, управление денежными потоками — это не просто элемент финансового менеджмента, а стратегический инструмент, позволяющий предприятиям сохранять устойчивость и развиваться в условиях конкурентного и динамично меняющегося рынка.

Основные методы управления денежными потоками включают сбалансирование, синхронизацию, прогнозирование и определение оптимального уровня денежных средств. Сбалансирование денежных потоков предполагает достижение оптимального соотношения между объёмами поступлений и выплат для предотвращения дефицита средств или избыточной ликвидности. В Узбекистане это особенно важно для предприятий, работающих с сезонными товарами или услугами, например в сельском хозяйстве и туризме.

Синхронизация во времени связана с согласованием сроков поступлений и платежей для поддержания постоянной ликвидности предприятия. Учитывая специфику банковской системы Узбекистана и сроки проведения международных переводов, особое внимание необходимо уделять планированию валютных операций и работе с экспортно-импортными контрактами.



Рисунок 6.1 – Суть и значение управления денежными потоками

Прогнозирование и анализ предполагают использование бюджетов денежных средств и изучение финансовых циклов для прогнозирования будущих потребностей в ликвидности. Современные узбекские предприятия должны учитывать изменения в налоговом законодательстве, валютном регулировании и государственных программах поддержки бизнеса.

Определение оптимального уровня заключается в расчёте необходимого объема денежных средств для обеспечения текущих операционных потребностей и реализации стратегических инициатив развития. Для компаний в Узбекистане это также означает оценку возможностей участия в государственных инвестиционных проектах и программах цифровизации экономики.

В условиях активного развития цифровой экономики Узбекистана предприятиям важно адаптировать традиционные методы управления денежными потоками к новым технологическим возможностям и требованиям регулятора.

Принципы эффективного управления денежными потоками отражают ключевые подходы, которые позволяют предприятиям сохранять устойчивость и развиваться в условиях нестабильности.

Информативная достоверность означает, что управление должно основываться на точных и своевременно обновляемых данных. Для предприятий Узбекистана это предполагает ведение параллельной отчетности: внутренней — для управленческих решений, и внешней — для соответствия требованиям государственных органов, включая налоговые органы и Центральный банк. Важными инструментами здесь выступают ежедневная сверка банковских выписок, регулярная инвентаризация дебиторской и кредиторской задолженности, а также постоянный мониторинг изменений в валютном и налоговом законодательстве.

Сбалансированность потоков предполагает гармоничное распределение денежных потоков по видам деятельности, объемам и временным периодам. Узбекские предприятия стремятся выравнять соотношение между операционными, инвестиционными и финансовыми потоками с учетом сезонности и участия в государственных программах развития. Для этого важно диверсифицировать источники поступлений, планировать крупные расходы в периоды наибольшей ликвидности и координировать инвестиционные проекты с текущими операционными потребностями.

Эффективность использования средств означает, что каждый сум должен работать на стратегические цели компании. Свободные ресурсы следует направлять на инвестиции, модернизацию производства, расширение рынков и развитие человеческого капитала. Для Узбекистана приоритетными направлениями выступают цифровизация, экологически чистые технологии, импортозамещение и наращивание экспортного потенциала.

Обеспечение постоянной ликвидности требует синхронизации положительных и отрицательных потоков, что позволяет поддерживать платежеспособность даже в условиях нестабильной внешней среды. В узбекской практике это включает учет национальных праздников, специфики работы банков и требований валютного законодательства по срокам поступления экспортной выручки. Практические меры включают создание кредитных линий в разных банках, диверсификацию валютных активов и поддержание минимальных резервов на счетах.

В условиях реализации стратегии "Узбекистан-2030" и активной интеграции в мировую экономику, эффективное управление денежными потоками становится критически важным конкурентным преимуществом для предприятий всех форм собственности и размеров.

Успешная реализация описанных методов и принципов требует не только глубокого понимания финансовых механизмов, но и постоянного мониторинга изменений в правовом поле, банковской системе и государственной экономической политике Узбекистана. Только комплексный подход к управлению денежными потоками, адаптированный к национальным особенностям и международным стандартам, может обеспечить устойчивое развитие бизнеса в долгосрочной перспективе.

Таким образом, для предприятий Узбекистана эффективное управление денежными потоками — это не только инструмент финансового менеджмента, но и средство адаптации к специфическим условиям национальной экономики и регулятивной среды.

6.3-§. Дивидендная политика

Дивидендная политика компании — это система правил и принципов, регулирующих порядок распределения прибыли между акционерами. Она определяет, какая часть заработанной прибыли будет выплачена собственникам в виде дивидендов, а какая останется в распоряжении компании для дальнейшего развития.

В основе дивидендной политики лежит баланс интересов: акционеры заинтересованы в регулярных выплатах, а сама компания —

в реинвестировании прибыли для укрепления конкурентных позиций и расширения бизнеса. Для предприятий Узбекистана это особенно важно в условиях продолжающихся экономических реформ, когда рост требует значительных вложений, но при этом необходимо сохранять доверие инвесторов.

Выбор конкретной дивидендной стратегии оказывает прямое влияние на финансовую устойчивость компании, её инвестиционную привлекательность и долгосрочную стоимость. В узбекском контексте важным фактором выступают требования валютного законодательства и особенности корпоративного управления, что накладывает дополнительные ограничения и формирует ожидания акционеров.

В Узбекистане дивидендная политика приобретает особое значение в связи с активным развитием фондового рынка и привлечением иностранных инвестиций. Компании должны учитывать не только экономические факторы, но и требования национального законодательства, включая налоговые аспекты выплаты дивидендов резидентам и нерезидентам.

Современные узбекские компании сталкиваются с уникальными вызовами: необходимостью модернизации производства, соответствием международным стандартам корпоративного управления и одновременным обеспечением привлекательности для инвесторов через стабильные дивидендные выплаты. В Узбекистане дивиденды облагаются подоходным налогом по ставке 5% для резидентов и 10% для нерезидентов, что необходимо учитывать при планировании дивидендной политики.

Основные типы дивидендной политики можно разделить на четыре группы. Стабильная политика предполагает регулярные выплаты фиксированной суммы дивидендов независимо от колебаний прибыли. Такой подход применяют крупные государственные предприятия и банки с устойчивым денежным потоком, например АО «Узбекистон темир йуллари» или ведущие банки страны. Его преимущество заключается в предсказуемости для инвесторов, однако в периоды убытков он может создавать финансовое напряжение.

Политика постоянного процента от прибыли означает, что дивиденды выплачиваются пропорционально финансовому результату компании, обычно в диапазоне 20–40% от чистой прибыли. Этот вариант наиболее популярен среди частных компаний Узбекистана в условиях волатильной экономики. Он обеспечивает гибкость и поддерживает принцип самофинансирования развития.

Остаточная политика строится на выплате дивидендов из прибыли, оставшейся после финансирования инвестиционных проектов. Такой подход характерен для быстрорастущих компаний в сферах ИТ, текстиля и пищевой промышленности. Он помогает сохранять оптимальную структуру капитала и направлять средства на расширение бизнеса, но делает размер дивидендов непредсказуемым.

Отсутствие дивидендов встречается у стартапов и компаний высоких технологий, особенно в технопарках и ИТ-кластерах Узбекистана. Вся прибыль полностью реинвестируется, что способствует максимальным темпам роста капитализации и привлекает инвесторов, ориентированных на долгосрочный рост стоимости акций. Однако такой вариант может привести к уходу консервативных акционеров, предпочитающих стабильный доход.

В условиях Узбекистана выбор типа дивидендной политики часто определяется отраслевой спецификой и этапом развития компании. Например, предприятия горно-металлургического комплекса склонны к стабильной политике, тогда как компании сферы услуг чаще применяют процентную модель распределения прибыли.

Виды дивидендной политики можно рассматривать через призму стратегий компании.

Консервативная стратегия предполагает минимальные или редкие выплаты с акцентом на развитие и накопление капитала. Такой подход характерен для предприятий Узбекистана, реализующих масштабные инвестиционные программы модернизации. Дивидендная доходность обычно составляет 1–3% годовых. Основное преимущество стратегии — высокий уровень реинвестирования прибыли и долгосрочный рост стоимости активов.

Умеренная стратегия представляет собой сбалансированный вариант, при котором компания регулярно выплачивает дивиденды и может их увеличивать по мере роста прибыли. Это наиболее распространённая модель среди зрелых узбекских компаний различных отраслей. Дивидендная доходность колеблется в пределах 4–7% годовых. Такой подход обеспечивает баланс между развитием бизнеса и вознаграждением акционеров.

Агрессивная стратегия строится на максимальных выплатах дивидендов, которые позволяют привлечь инвесторов, ориентированных на текущий доход. Однако она несёт риски снижения инвестиций в развитие компании. В Узбекистане подобный вариант применяется редко из-за высокой потребности предприятий в капитальных вложениях. Дивидендная доходность при этом превышает 8% годовых.

Выбор конкретной стратегии зависит от отраслевой принадлежности компании, стадии жизненного цикла бизнеса, потребностей в капитальных инвестициях, а также от налоговых аспектов и особенностей валютного регулирования.

Для большинства узбекских компаний оптимальным вариантом считается умеренная стратегия, которая позволяет сохранить баланс между финансированием развития и удовлетворением интересов акционеров, особенно в условиях продолжающихся экономических реформ.

Виды дивидендной политики можно классифицировать по стратегии компании. Консервативная стратегия предполагает минимальные или редкие выплаты с приоритетом развития и накопления капитала. В Узбекистане её используют предприятия, реализующие масштабные инвестиционные программы модернизации. Дивидендная доходность при этом составляет 1–3% годовых, что обеспечивает высокий уровень реинвестирования прибыли и долгосрочный рост стоимости активов.

Умеренная стратегия является наиболее распространённой среди зрелых узбекских компаний и сочетает стабильные выплаты с возможностью их увеличения при росте прибыли. Дивидендная

доходность обычно находится в диапазоне 4–7% годовых, что позволяет сохранить баланс между развитием бизнеса и вознаграждением акционеров.

Агрессивная стратегия характеризуется максимальными выплатами дивидендов с целью привлечения инвесторов, ориентированных на текущий доход. Дивидендная доходность в этом случае превышает 8% годовых. Однако подобный подход редко применяется в Узбекистане из-за высоких потребностей предприятий в капитальных вложениях и рисков снижения долгосрочного развития.

Выбор стратегии зависит от отраслевой принадлежности компании, стадии её жизненного цикла, потребностей в капитальных инвестициях, а также от налоговых аспектов и валютного регулирования. Для большинства узбекских компаний рекомендуется умеренная стратегия, обеспечивающая баланс между инвестиционными потребностями и интересами акционеров в условиях продолжающихся экономических реформ.

Формы дивидендов также могут различаться. Наиболее распространёнными являются денежные дивиденды, выплачиваемые в национальной или иностранной валюте, что обеспечивает акционерам немедленную ликвидность. Акционерные дивиденды представляют собой выплаты в форме дополнительных акций, позволяя компании сохранить денежные средства, хотя и создают сложности в оценке налоговых последствий. Имущественные дивиденды встречаются реже и могут выражаться в передаче активов или продукции компании, что особенно характерно для сельскохозяйственных и производственных предприятий. Кроме того, дивиденды делятся на промежуточные, выплачиваемые в течение финансового года на основе промежуточной отчётности, и финальные, утверждаемые по итогам года общим собранием акционеров.

Особое внимание в Узбекистане уделяется валютному регулированию. При выплате дивидендов нерезидентам в иностранной валюте компании обязаны соблюдать требования законодательства и получать соответствующие разрешения Центрального банка. В контексте продолжающихся экономических реформ в Узбекистане

дивидендная политика становится ключевым элементом привлечения инвестиций и развития фондового рынка. Компании должны формировать политику с учётом национальных особенностей, включая налоговое и валютное регулирование, отраслевую специфику и потребности в модернизации производства. Эффективная дивидендная политика в условиях Узбекистана должна учитывать не только финансовые показатели компании, но и стратегические цели развития национальной экономики, требования инвесторов и особенности правового регулирования. Будущее дивидендной политики в Узбекистане связано с дальнейшим развитием фондового рынка, совершенствованием корпоративного управления и интеграцией в международные финансовые рынки. Компании, которые сегодня формируют прозрачную и последовательную дивидендную политику, получают конкурентные преимущества в привлечении капитала и обеспечении устойчивого развития.

6.4-§. Факторы, влияющие на дивидендную политику

Дивидендная политика играет стратегическую роль в деятельности компании, так как именно она определяет механизм распределения прибыли между акционерами и формирует баланс между выплатами и реинвестированием в развитие бизнеса. Для предприятий Узбекистана, работающих в условиях экономических реформ и расширяющихся инвестиционных возможностей, этот баланс становится особенно важным.

Решения о дивидендах оказывают прямое влияние на стоимость компании и её рыночную капитализацию, способствуют формированию доверия со стороны инвесторов и обеспечивают финансовую устойчивость на национальном рынке. Регулярные и прозрачные выплаты служат сигналом надёжности и стабильности, тогда как гибкий подход к дивидендной политике помогает сохранять ресурсы для развития. В условиях активных экономических реформ Узбекистана, направленных на либерализацию экономики и привлечение инвестиций, вопросы формирования эффективной

дивидендной политики приобретают особую актуальность. Развитие фондового рынка страны, создание благоприятного инвестиционного климата и модернизация корпоративного управления делают изучение факторов дивидендной политики критически важным для успешного функционирования узбекских компаний.

Дивидендная политика в Узбекистане должна учитывать не только классические финансовые принципы, но и специфические особенности национальной экономики: высокие темпы роста, структурные преобразования, развитие малого и среднего бизнеса, а также особенности корпоративной культуры. Эффективное управление дивидендами способствует укреплению позиций узбекских компаний на международных рынках и повышению их инвестиционной привлекательности.

В условиях быстрорастущей экономики Узбекистана компании сталкиваются с уникальным вызовом балансирования между необходимостью реинвестирования прибыли для поддержания конкурентоспособности и удовлетворением растущих ожиданий акционеров по дивидендным выплатам.

При этом дивидендная политика является многофакторной категорией: она зависит от внутренних условий компании (прибыльности, структуры капитала, инвестиционных потребностей) и внешних факторов (состояния рынка капитала, налогового законодательства, валютного регулирования). В Узбекистане такие особенности, как требования Центрального банка и развитие фондового рынка, дополнительно определяют специфику формирования дивидендных решений.

Внутренние факторы дивидендной политики

1. Прибыльность компании

Главным условием для выплаты дивидендов является наличие прибыли. Чем выше и стабильнее финансовые результаты, тем выше склонность компании к регулярным и крупным дивидендным выплатам.

- В условиях Узбекистана это особенно характерно для предприятий экспортно-ориентированных отраслей (текстиль,

сельское хозяйство, добыча полезных ископаемых), а также компаний, получающих государственную поддержку в рамках программ модернизации и локализации.

- Ключевые показатели: рентабельность операционной деятельности, стабильность денежных потоков, прогнозируемость доходов.

2. Жизненный цикл компании

На разных стадиях развития бизнеса дивидендная политика отличается:

- Молодые компании чаще удерживают прибыль для финансирования роста и инноваций.

- Зрелые компании имеют больше возможностей для распределения прибыли среди акционеров. В условиях Узбекистана значительная часть предприятий находится в фазе активного роста, что объясняет тенденцию к реинвестированию.

- Влияющие факторы: потребности в капитальных вложениях, возможности роста на рынке, зрелость бизнес-модели.

3. Структура собственности

Состав акционеров оказывает сильное влияние на выбор дивидендной политики:

- Наличие институциональных инвесторов повышает требования к стабильности и предсказуемости выплат.

- Государственное участие часто обязывает компании обеспечивать регулярные дивиденды для пополнения бюджета.

- В семейных компаниях или бизнесах с доминирующими основателями чаще преобладает ориентация на удержание прибыли для долгосрочного развития.

4. Капитальная структура

Высокая долговая нагрузка ограничивает возможности выплаты дивидендов, так как приоритет отдаётся обслуживанию обязательств и соблюдению ковенантов.

- Для Узбекистана это особенно актуально ввиду активного кредитования предприятий в национальных банках.

- Важные параметры: коэффициент долговой нагрузки, стоимость заёмного капитала, ограничения кредитных договоров.

5. Размер и ликвидность компании

Крупные предприятия обладают более устойчивыми денежными потоками и доступом к рынкам капитала, что позволяет им проводить регулярную дивидендную политику.

- В Узбекистане наиболее активными плательщиками дивидендов являются системообразующие предприятия и компании с государственным участием.

- Определяющие факторы: капитализация, объём выручки, диверсификация бизнеса, доступ к капиталу.

Анализ внутренних факторов показывает, что узбекские компании должны особенно тщательно оценивать свои финансовые возможности и стратегические приоритеты при формировании дивидендной политики. Специфика переходной экономики требует гибкого подхода к балансированию между текущими выплатами акционерам и долгосрочными инвестиционными потребностями.

Внешние и рыночные факторы дивидендной политики

1. Отраслевая специфика

- В стабильных и капиталоемких отраслях экономики Узбекистана (энергетика, добывающая промышленность, коммунальные услуги) компании традиционно выплачивают регулярные дивиденды.

- В высокотехнологичных сферах, включая IT и цифровые сервисы, преобладает стратегия реинвестирования прибыли в инновации и расширение бизнеса.

2. Экономические циклы

- В условиях экономического роста, характерного для современной экономики Узбекистана, компании чаще увеличивают дивидендные выплаты, формируя доверие со стороны инвесторов.

- В периоды кризиса или нестабильности наблюдается сокращение или временная приостановка выплат ради сохранения ликвидности и финансовой устойчивости.

3. Налоговая политика

- Ставки налогообложения дивидендов и капитальных доходов напрямую влияют на дивидендную политику.
- Наличие налоговых льгот или преференций способно стимулировать компании выбирать более щедрый подход к выплатам.
- Важное значение имеет налоговый режим для нерезидентов, что особенно актуально в условиях роста международных инвестиций в Узбекистан.

4. Регуляторная среда

- Государственные нормы, требования Центрального банка и законодательство о ценных бумагах определяют допустимые формы и сроки выплаты дивидендов.
- Программы приватизации, развитие фондового рынка и внедрение стандартов корпоративного управления усиливают роль дивидендной политики как инструмента привлечения капитала.

5. Ожидания инвесторов

Состав акционерной базы формирует характер дивидендной политики:

- Доходные инвесторы (пенсионеры и лица, ориентированные на стабильный доход) — ожидают регулярных выплат.
- Институциональные инвесторы (фонды, банки, страховые компании) — требуют предсказуемости и прозрачности дивидендной политики для эффективного управления портфелем.
- Частные розничные инвесторы — могут отдавать предпочтение как текущему доходу в виде дивидендов, так и росту капитализации компании.

В условиях развивающегося фондового рынка Узбекистана компании должны учитывать растущую sophistication инвесторов и их изменяющиеся ожидания относительно корпоративной политики и прозрачности финансовой отчетности.

Внешние факторы в условиях Узбекистана имеют особое значение в связи с продолжающимися структурными реформами экономики. Либерализация валютного рынка, развитие фондового рынка, совершенствование корпоративного законодательства и интеграция в мировую экономику создают новые возможности и

вызовы для формирования дивидендной политики. Компании должны адаптироваться к меняющейся регуляторной среде и растущим ожиданиям международных инвесторов, привлекаемых в рамках программ приватизации и развития частного сектора.

Дивидендная политика представляет собой стратегический инструмент корпоративного управления, который требует комплексного учета множества факторов для максимизации стоимости компании и удовлетворения интересов всех заинтересованных сторон. В условиях динамично развивающейся экономики Узбекистана успешная дивидендная политика должна сочетать в себе финансовую дисциплину, стратегическое видение и гибкость в адаптации к изменяющимся условиям рынка.

Особенно важным для узбекских компаний является учет национальной специфики: высоких темпов экономического роста, активных структурных реформ, развития фондового рынка и интеграции в мировую экономику. Эффективное управление дивидендной политикой способствует не только привлечению инвестиций и повышению капитализации компаний, но и общему развитию корпоративной культуры и финансовых рынков страны.

Вопросы для повторения

1. Что понимается под денежными потоками предприятия?
2. Какие виды денежных потоков выделяются в финансовом менеджменте?
3. Чем отличается прибыль от денежного потока?
4. Как классифицируются денежные потоки по видам деятельности?
5. Каковы цели управления денежными потоками?
6. Какие методы используются для анализа денежных потоков?
7. Что такое чистый денежный поток?
8. В чём заключается сущность дивидендной политики предприятия?
9. Какие типы дивидендной политики существуют?

10. Какие факторы влияют на выбор дивидендной политики?
11. Как дивидендная политика влияет на стоимость компании?
12. В чём состоит компромисс между выплатой дивидендов и реинвестированием прибыли?
13. Какое значение имеют денежные потоки для оценки инвестиционной привлекательности компании?
14. Как управление денежными потоками связано с ликвидностью предприятия?
15. Какие риски возникают при несбалансированных денежных потоках?

Кейс. Определение курсовой стоимости акции

1. Вы планируете покупку акции какой-то компании с последующей ее продажей через год. Вы полагаете, что к моменту продажи акции ее курс составит 120 д. е. За год по акции дивиденды не выплачиваются. Определить цену акции, если требуемая доходность от владения бумагой должна составить 25%.

2. Вы планируете покупку акции с последующей ее продажей через год. Вы полагаете, что через год курс акции составит 120 д. е. К этому моменту по акции будет выплачен дивиденд в размере 5 д. е. Определите цену акции, если требуемая доходность равна 25%.

3. Вы планируете покупку акции с последующей ее продажей через год. Вы полагаете, что через год курс акции составит 120 д. е. Через полгода по акции будет выплачен дивиденд в размере 5 д. е. Определите цену акции, если требуемая доходность равна 25%.

4. Вы планируете покупку акции с последующей ее продажей через два года. Вы полагаете, что через два года курс акции составит 120 д. е. В конце первого года по акции будет выплачен дивиденд в размере 5 д. е., в конце второго – 6 д. е. Определите цену акции, если требуемая доходность от владения бумагой равна 20% в год.

5. Вы планируете покупку акции с последующей ее продажей через два года. Вы полагаете, что через два года курс акции составит

100 д. е. В конце каждого года по акции будет выплачен дивиденд. За предыдущий год дивиденд равнялся 4 д. е. Вы полагаете, что темп прироста дивидендов в течение двух следующих лет будет равен 10% в год. Определите цену акции, если требуемая доходность от владения бумагой равна 30% в год.

6. По акции был выплачен дивиденд 10 д. е. Вы полагаете, что темп прироста дивидендов в течение двух следующих лет будет равен 6% в год. Доходность, равная риску покупки акции, составляет 25%. Определите цену акции.

7. Если по акции за время ее существования предполагается выплата дивидендов, которые растут с постоянным темпом прироста, и темп прироста меньше уровня доходности по акции, то курс ценной бумаги определяется по формуле:

$$P = \frac{div_0 ((1+r)^n)}{r-g} \quad (1)$$

Где P – курсовая цена акции;

Div_0 – фактический последний дивиденд, выплаченный на акцию;

r – доходность, равная риску инвестирования;

g – темп прироста дивиденда.

7. Курс акции равен 45 д. е., доходность равная риску инвестирования в акцию 15%. На акцию был выплачен дивиденд 2 д. е. Определите темп прироста будущих дивидендов (g), если он предполагается постоянным.

g находим из формулы (1).

8. Доходность, равная риску инвестирования в акцию, равна 20%. В течение предыдущих шести лет по акции выплачивались дивиденды. За этот период дивиденд вырос с 1.5 до 3 д. е. Предполагается, что темп прироста будущих дивидендов сохранится на том же уровне. Определите курс акции.

Темп прироста дивидендов на основе прошлых данных об их выплате определяется по формуле:

$$g = \sqrt[n-1]{\frac{div_n}{div_0}} - 1, \quad (2)$$

где n – количество лет, за которые выплачивались дивиденды;
 div_0 – начальный дивиденд;
 div_n – последний дивиденд.

9. Доходность, равная риску инвестирования в акцию, равна 24%. В течение предыдущих шести лет по акции выплачивались дивиденды. За этот период дивиденд снизился с 10 д. е. до 6. Предполагается, что темп прироста будущих дивидендов сохранится на том же уровне. Определите курс акции.

10. Доходность, равная риску инвестирования в акцию, равна 15%. В течение предыдущих девяти лет по акции выплачивались дивиденды. За этот период дивиденд вырос с 3 д. е. до 8. Предполагается, что темп прироста будущих дивидендов сохранится на том же уровне. Определите курс акции через два года, при условии, что деятельность компании за этот период не претерпит существенных изменений.

11. За истекший год на акцию был выплачен дивиденд 4 д. е. Вы полагаете, что в течение двух следующих лет темп прироста дивиденда составит 5%. В последующие годы темп прироста дивиденда будет 6%. Требуемая инвесторами доходность (равная риску инвестирования в акцию) равна 20%. Определите курсовую стоимость акции.

12. За истекший год на акцию был выплачен дивиденд 5 д. е. Вы полагаете, что в течение трех следующих лет темп прироста дивиденда составит 5%. В последующие годы темп прироста дивиденда будет 6.4%. Требуемая инвесторами доходность (равная риску инвестирования в акцию) равна 25%. Определите курсовую стоимость акции.

13. Определите цену привилегированной акции, если по ней выплачивается фиксированный дивиденд 10 д. е. Требуемая ставка доходности, соответствующая риску инвестирования в акцию, равна 15%.

14. В настоящее время компания не выплачивает дивиденды. Вы считаете, что она начнет выплачивать дивиденды через 5 лет. Первый дивиденд будет выплачен в размере 4 д. е., в последующие годы он

будет возрастать с темпом прироста 8% в год. Требуемая ставка доходности равна 35%. Определить курсовую стоимость акции.

В данном случае курс акции определяется по формуле:

$$P = \frac{div\ n}{(1+r)^{n-1} (r-g)},$$

Где: r – требуемая доходность, соответствующая риску инвестирования в акцию;

g – темп прироста дивиденда;

$div\ n$ – первый дивиденд, который выплачивается через n лет.

Определение доходности акции

15. Вы купили акцию за 100 д. е. и продали ее через 3 года за 200 д. е. В конце первого года был выплачен дивиденд 10 д. е., за второй – 12 д. е., за третий – 14 д. е. Определите ориентировочно доходность вашей операции.

Ориентировочно доходность определяется по формуле:

$$r = \frac{\frac{Ps-Pb}{n} + div\ (avr)}{\frac{(Ps+Pb)}{2}}$$

где: r – доходность от операции с акцией;

$P\ s$ – цена продажи акции;

$P\ b$ – цена покупки акции;

$div\ (avr)$ – средний дивиденд за n лет (определяется как среднее арифметическое);

n – число лет владения акцией.

16. Вы купили акцию за 80 д. е. и продали через 90 дней за 120 д. е. За это время на акцию был выплачен дивиденд 4 д. е. Определите доходность вашей операции.

Если покупка и продажа акции происходят в рамках года, то доходность операции определяется по формуле:

$$r = \frac{Ps - Pb + div}{Pb} + \frac{365}{t}, \quad (3)$$

где t – число дней с момента покупки до продажи акции.

17. Вы купили акцию по цене 20 д. е. и продали ее через 3 года за 60 д. е. За это время дивиденды не выплачивались. Определите доходность вашей операции в расчете на год

См. формулу из задания 1.

18. Вы купили акции компании С на сумму 10000 д. е. Для этого вы заняли 6000 д. е. под 15% в год. Через год вы продали акции за 12000 д. е. На акции был выплачен дивиденд в размере 200 д. е. Определите доходность вашей операции.

19. Текущий курс акции 100 д. е. На акцию был выплачен дивиденд в размере 8 д. е. Определите ставку дивиденда по акции.

Ставка дивиденда определяется по формуле:

$$d = \frac{div}{P} * 100\%$$

где div – дивиденд, выплаченный по акции;

P - текущий курс акции.

ГЛАВА 7. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

7.1-§. Теоретические основы оценки стоимости предприятия

В условиях растущей конкуренции и процессов глобализации стоимость предприятия становится универсальным критерием успешности бизнеса. Для узбекских компаний, функционирующих в условиях трансформации экономики, управление стоимостью играет ключевую роль как инструмент обеспечения устойчивого развития и повышения инвестиционной привлекательности.

Эффективное управление стоимостью определяет способность компании привлекать долгосрочные инвестиции, формировать устойчивые конкурентные преимущества и принимать обоснованные управленческие решения. В Узбекистане, где многие предприятия находятся в стадии модернизации, цифровизации и выхода на международные рынки, данный подход становится основой стратегического менеджмента.

Нестабильность глобальных рынков, ускоренное внедрение инноваций и масштабная цифровая трансформация создают как новые возможности, так и риски для бизнеса. В условиях экономических реформ и либерализации рынка Узбекистана компании должны адаптировать свои стратегии управления стоимостью, обеспечивая баланс между краткосрочной прибылью и долгосрочным ростом.

Управление стоимостью представляет собой систематический подход к максимизации экономической ценности предприятия через оптимизацию всех аспектов его деятельности. В современных условиях это не просто финансовая техника, а философия ведения бизнеса, которая проникает во все уровни организации и влияет на каждое принимаемое решение.

Особую актуальность данная тема приобретает в контексте активных экономических преобразований в Узбекистане. Либерализация валютного рынка, приватизация государственных предприятий, развитие фондового рынка и привлечение иностранных инвестиций создают принципиально новые условия для оценки и управления стоимостью компаний.

Управление стоимостью предприятия представляет собой систематический подход к максимизации экономической ценности компании через оптимизацию всех аспектов её деятельности. В современных условиях это не просто финансовая техника, а философия бизнеса, которая влияет на каждое управленческое решение.

Для Узбекистана эта тема особенно актуальна в контексте активных экономических преобразований. Либерализация валютного рынка, приватизация государственных предприятий, развитие фондового рынка и привлечение иностранных инвестиций создают новые условия для оценки и управления стоимостью компаний.

Стоимость предприятия можно рассматривать с разных точек зрения. С позиции экономического потенциала она выражает способность компании генерировать будущие денежные потоки и создавать добавленную стоимость. Рыночный подход определяет её на основе данных о сделках с аналогичными активами. Затратный подход оценивает стоимость через призму расходов на создание или восстановление активов. Доходный подход связывает стоимость с будущими доходами предприятия, которые можно спрогнозировать и дисконтировать.

Существуют различные виды стоимости. Балансовая стоимость отражает учетную оценку активов по данным бухгалтерской отчетности. Рыночная стоимость представляет собой цену, по которой актив может быть продан. Ликвидационная стоимость показывает цену активов при прекращении деятельности. Инвестиционная стоимость отражает ценность бизнеса для конкретного инвестора.

В условиях развивающегося рынка Узбекистана особое значение имеют страновые и отраслевые риски, влияние государственного регулирования и специфика корпоративного управления. Многие предприятия находятся в процессе трансформации собственности, что усложняет оценку их стоимости и требует применения гибких методов анализа.

Каждый из подходов к оценке стоимости имеет свои преимущества и ограничения. Рыночный подход наиболее объективен,

но требует развитого рынка корпоративного контроля. Затратный подход легко применим, но не всегда отражает реальную экономическую ценность. Доходный подход наиболее полно характеризует экономическую сущность стоимости, но требует качественного прогнозирования.

Основные требования к системе показателей оценки стоимости предприятия связаны с необходимостью учитывать как внутренние особенности компании, так и внешние условия экономики.

Показатели должны обладать адекватностью и точностью, максимально отражая реальное финансово-экономическое состояние организации. Для Узбекистана это особенно важно, так как необходимо учитывать специфику национальной системы бухгалтерского учета, требования валютного законодательства и особенности налогового регулирования. Существенное значение имеет соответствие международным стандартам отчетности, корректировка на инфляционные процессы и валютные колебания, а также учет страновых и отраслевых факторов.

Не менее важна объективность и достоверность информации. Данные для оценки стоимости должны быть независимыми от субъективных суждений и опираться исключительно на проверяемые факты. Узбекским компаниям рекомендуется обеспечивать прозрачность отчетности и ее соответствие ожиданиям международных инвесторов. Этому способствуют независимые источники информации, аудит, верификация данных и стандартизация методов оценки.

Третьим требованием выступает своевременность и регулярность проведения оценки. Стоимость предприятия должна пересматриваться систематически, чтобы оперативно отражать изменения в его деятельности и внешней среде. Это особенно актуально для Узбекистана, где экономическая ситуация развивается динамично. Регулярный мониторинг ключевых индикаторов и оперативное реагирование на новые обстоятельства позволяют принимать более обоснованные управленческие решения.

Построение эффективной системы показателей оценки

стоимости требует комплексного подхода, учитывающего как количественные, так и качественные факторы. В контексте узбекской экономики особое внимание следует уделить учету причинно-следственных связей между управленческими решениями и изменением стоимости предприятия.

Система показателей должна не только измерять текущую стоимость, но и выявлять драйверы ее роста, что позволяет менеджменту принимать обоснованные решения по развитию бизнеса.

Концепция управления стоимостью (Value-Based Management, VBM) возникла в 1980-е годы в США как ответ на кризис традиционных методов управления. В 1990-е годы началось развитие ее теоретической базы и практических инструментов, чему способствовали ведущие консалтинговые компании. В 2000-е годы VBM получило широкое внедрение в корпоративную практику развитых стран. В настоящее время концепция адаптируется к условиям развивающихся рынков, включая Узбекистан.

Value-Based Management представляет собой комплексную управленческую технологию, ориентированную на максимизацию стоимости предприятия для его собственников. Эта концепция изменила подход к управлению, сместив акцент с традиционных показателей прибыли и роста на создание долгосрочной стоимости.

Основой VBM является фокус на создании стоимости: все управленческие решения оцениваются с точки зрения их влияния на стоимость компании. Важным принципом выступает учет стоимости капитала, так как капитал всегда имеет альтернативную стоимость. Концепция делает акцент на долгосрочной перспективе, где приоритет отдается устойчивому росту и развитию, а не краткосрочной прибыли. Кроме того, VBM предполагает интеграцию планирования и контроля, создавая единую систему целей для всех уровней управления.

Для узбекских компаний внедрение VBM особенно актуально в условиях выхода на международные рынки капитала и привлечения иностранных инвестиций. Это повышает их инвестиционную привлекательность, способствует улучшению корпоративного управления, оптимизирует распределение ресурсов и усиливает

стратегическое планирование.

Практическая реализация VBM включает разработку стратегии создания стоимости, систему показателей для измерения результатов и мотивацию менеджеров через привязку их вознаграждения к показателям создания стоимости. Отличительной особенностью концепции является системный подход, при котором создание стоимости становится объединяющей целью для всех подразделений и уровней организации. В отличие от традиционных систем планирования и контроля, VBM обеспечивает прозрачную и прямую связь между операционными решениями и финансовыми результатами.

Практическая реализация концепции управления стоимостью на предприятии начинается с диагностики текущего состояния. Этот этап включает анализ существующей системы управления, выявление ключевых драйверов стоимости и оценку готовности организации к изменениям. Для узбекских компаний здесь особенно важно учитывать специфику корпоративной культуры и уровень управленческих компетенций.

Следующий шаг — разработка стратегии создания стоимости. Он предполагает формулирование четких целей, определение целевых ориентиров и выявление ключевых инициатив, способных повысить стоимость компании. Важно адаптировать стратегию к особенностям местного рынка и специфике ведения бизнеса в Узбекистане.

Затем строится система показателей, которая должна быть сбалансированной и включать как финансовые, так и нефинансовые индикаторы. Она позволяет отслеживать процесс создания стоимости на всех уровнях организации и связывать операционные решения с долгосрочными целями.

Важным элементом является внедрение системы мотивации, основанной на показателях создания стоимости. Вознаграждение менеджеров увязывается с достигнутыми результатами, при этом учитываются культурные особенности и распространенные практики управления персоналом в Узбекистане.

Для успешной реализации VBM необходимо объединить

финансовые и нефинансовые показатели в единую систему управления. Ключевые финансовые индикаторы включают EVA (Economic Value Added), MVA (Market Value Added) и ROIC (Return on Invested Capital). Они дополняются операционными показателями, отражающими качество продукции, уровень удовлетворенности клиентов, инновационный потенциал и развитие персонала. Такой комплексный подход позволяет не только объективно оценивать результаты деятельности, но и формировать долгосрочную стратегию роста стоимости предприятия.

Таблица 7.1

Практическая реализация VBM на предприятии

Уровень управления	Ключевые показатели	Горизонт планирования
Корпоративный	EVA, MVA, TSR	3-5 лет
Бизнес-единицы	ROIC, NOPAT, Sales Growth	1-3 года
Операционный	Operational KPIs, Cost ratios	Квартал-год

Особую роль в реализации VBM играет стратегическое планирование и анализ сценариев. В условиях высокой неопределенности, характерной для развивающихся рынков, компании должны разрабатывать гибкие стратегии, учитывающие различные варианты развития внешней среды.

Эффективное внедрение VBM в Узбекистане требует постепенного подхода с учетом существующего уровня корпоративной культуры и готовности персонала к изменениям.

Управление интеллектуальным капиталом в рамках концепции Value-Based Management приобретает особое значение, поскольку именно нематериальные активы становятся главным источником создания долгосрочной стоимости. Человеческий капитал включает знания, навыки, опыт и творческие способности сотрудников, которые определяют потенциал компании к обучению и инновациям. Организационный капитал представлен процессами, системами управления и корпоративной культурой, создающими основу для

устойчивого развития. Клиентский капитал выражается в прочных отношениях с клиентами, партнерами и поставщиками, что обеспечивает стабильность доходов и расширение рынка. Инновационный капитал связан с результатами НИОКР, патентами, технологиями и ноу-хау, формирующими конкурентные преимущества. Информационный капитал охватывает базы данных, информационные системы и цифровые активы, которые позволяют эффективно управлять знаниями и ускорять процессы принятия решений.

В условиях современной экономики знаний интеллектуальный капитал становится ключевым драйвером создания стоимости. Для узбекских предприятий, находящихся в процессе технологической модернизации и повышения конкурентоспособности, эффективное управление интеллектуальными активами приобретает стратегическое значение.

Оценка интеллектуального капитала осуществляется с использованием различных методов. Метод CIV (Calculated Intangible Value) основывается на сравнении доходности компании с отраслевым уровнем, а превышение объясняется наличием интеллектуальных активов. Коэффициент MVAIC (Modified Value Added Intellectual Coefficient) позволяет измерять эффективность использования интеллектуального капитала через соотношение созданной добавленной стоимости и инвестиций в различные его виды.

Для Узбекистана специфика развития интеллектуального капитала заключается в необходимости повышения квалификации персонала, развития корпоративной культуры инноваций, формирования эффективных систем управления знаниями и обеспечения защиты интеллектуальной собственности. Эти направления создают основу для долгосрочного роста стоимости компаний и их интеграции в глобальную экономику.

7.2-§. Методы оценки стоимости (доходный, сравнительный, затратный)

Управление стоимостью проекта представляет собой систему процессов, направленных на обеспечение выполнения проекта в рамках утвержденного бюджета. В контексте общей стратегии управления стоимостью предприятия каждый проект должен рассматриваться как инвестиция, создающая добавленную стоимость для компании.

Особую актуальность эффективное управление проектными затратами приобретает для узбекских предприятий, реализующих масштабные инвестиционные программы в рамках национальных программ развития. Правильно организованный контроль стоимости проекта позволяет не только избежать превышения бюджета, но и оптимизировать использование ресурсов.

Таблица 7.2

Управление стоимостью проекта

Процесс	Инструменты	Ответственные	Результат
Оценка стоимости	Экспертные оценки, аналоги, параметрические модели	Проектная команда, эксперты	Бюджет проекта
Бюджетирование	WBS, временные диаграммы	Менеджер проекта	Базовый план стоимости
Контроль стоимости	Метод освоенного объема	Менеджер проекта, финансовая служба	Отчеты об исполнении

Метод освоенного объема (Earned Value Management, EVM) широко используется как универсальный инструмент контроля проектных затрат и эффективности реализации проектов. Его особенность заключается в том, что он позволяет одновременно учитывать три ключевых параметра: стоимость, сроки и объем выполненных работ, что обеспечивает комплексное представление о состоянии проекта.

Плановая стоимость (Planned Value, PV) отражает стоимость работ, которые должны быть выполнены к определенному моменту времени в соответствии с графиком. Освоенная стоимость (Earned

Value, EV) показывает стоимость фактически выполненных работ в плановых ценах, позволяя оценить прогресс выполнения проекта. Фактическая стоимость (Actual Cost, AC) фиксирует реальные затраты на реализованные работы, что дает возможность сравнивать плановые и фактические показатели.

Сопоставление этих параметров формирует основу для расчета производных индикаторов, таких как индекс выполнения по срокам (SPI) и индекс выполнения по стоимости (CPI), которые позволяют менеджеру проекта оперативно оценивать эффективность использования ресурсов и выявлять отклонения.

Роль менеджера проекта при применении метода освоенного объема заключается не только в мониторинге текущих затрат и сроков, но и в проактивном управлении проектом. Это включает в себя анализ рисков, разработку корректирующих мероприятий, оптимизацию использования ресурсов и поиск резервов для снижения затрат при сохранении качества и сроков выполнения. Такой подход делает EVM не просто инструментом контроля, а системой поддержки управленческих решений, обеспечивающей выполнение бюджета и успешную реализацию проекта.

Инструменты и методы управления затратами представляют собой важный элемент системы корпоративного управления и служат основой для повышения эффективности бизнеса. Управленческий учет обеспечивает формирование информационной базы для принятия решений, позволяя собирать, систематизировать и анализировать данные о затратах. Он включает калькулирование себестоимости продукции, бюджетирование и контроль исполнения бюджетов. Для узбекских компаний ключевым аспектом является адаптация этих инструментов к национальным стандартам учета, налоговым требованиям и валютному регулированию.

Стратегический анализ затрат рассматривает расходы не изолированно, а в контексте общей стратегии компании и создания конкурентных преимуществ. Этот подход включает исследование цепочки ценности, анализ позиций компании по уровню затрат и выявление ключевых драйверов, влияющих на их формирование.

Такой метод особенно востребован для предприятий Узбекистана, которые ориентируются на привлечение иностранных инвестиций и интеграцию в международные рынки.

Activity-Based Management (ABM) акцентирует внимание на управлении затратами через оптимизацию бизнес-процессов. Он позволяет идентифицировать виды деятельности, которые создают ценность, и перераспределять ресурсы с низкоэффективных направлений на более результативные. Для предприятий, находящихся в условиях модернизации и цифровой трансформации, применение ABM становится важным шагом на пути к снижению издержек и повышению конкурентоспособности.

Эффективное управление затратами требует применения разнообразных инструментов и методов, адаптированных к специфике конкретного предприятия и отрасли. В современных условиях особое значение приобретают методы, ориентированные на создание ценности для клиентов и оптимизацию бизнес-процессов. Традиционные методы калькулирования затрат применяются в зависимости от специфики производства. Попроцессный метод используется в массовом выпуске однородной продукции, позаказный метод подходит для индивидуального и мелкосерийного производства, а поперечный метод применяется там, где процесс производства состоит из последовательных стадий переработки сырья. Эти подходы позволяют формировать базу для расчета себестоимости, но в условиях современных рынков они часто требуют дополнения более гибкими инструментами.

Современные методы ориентированы на стратегическое управление затратами и повышение конкурентоспособности. Метод ABC-costing позволяет распределять затраты по видам деятельности, более точно отражая реальное потребление ресурсов. Target costing предполагает определение целевой себестоимости, исходя из рыночной цены и желаемой нормы прибыли, что особенно важно для компаний, работающих в конкурентной среде. Kaizen costing базируется на философии непрерывного совершенствования и вовлечении сотрудников в поиск резервов для снижения затрат.

Эффективное управление затратами начинается с анализа текущего состояния, который включает оценку существующей системы учета, выявление проблемных зон и возможностей оптимизации. Картирование процессов позволяет визуализировать все этапы деятельности и определить, где формируются основные издержки. На основе этого анализа проводится идентификация драйверов затрат — факторов, оказывающих наибольшее влияние на себестоимость.

Следующим шагом становится разработка мероприятий по оптимизации, включающая формирование детального плана действий по снижению затрат и повышению эффективности. Внедрение этих мероприятий должно сопровождаться регулярным мониторингом для оценки их результативности и корректировки стратегии.

Особое значение для предприятий Узбекистана приобретает внедрение принципов бережливого производства. Lean Manufacturing акцентирует внимание на устранении всех видов потерь, таких как избыточные запасы, простаивание оборудования или неэффективные движения. Среди ключевых инструментов можно выделить систему 5S, канбан, картирование потока создания ценности и методы непрерывных улучшений.

Измерение эффективности должно учитывать не только финансовые показатели, но и операционные метрики, такие как качество продукции, скорость выполнения процессов и гибкость в адаптации к изменениям. Это позволяет сформировать более полное представление о конкурентных преимуществах компании и обеспечить устойчивое развитие. Аналитика и учет в системе управления стоимостью играют ключевую роль в обеспечении прозрачности и эффективности бизнеса. Базой служит интегрированная информационная система, объединяющая данные бухгалтерского и управленческого учета, производственных процессов, CRM и других корпоративных приложений. Такая консолидация позволяет формировать полную картину деятельности предприятия и минимизировать риски искажения информации.

Финансовый анализ становится важнейшим инструментом оценки способности компании создавать стоимость. Он охватывает изучение рентабельности, ликвидности, финансовой устойчивости и деловой активности, при этом особый акцент делается на тех показателях, которые непосредственно отражают рост стоимости предприятия. Это помогает связать традиционные финансовые метрики с концепцией создания добавленной стоимости для акционеров.

Не менее значима операционная аналитика, которая раскрывает влияние внутренних процессов на результативность бизнеса. Оценка производительности труда, качества продукции, уровня инновационной активности и удовлетворенности клиентов позволяет выявить ключевые драйверы стоимости. На этой основе формируется система KPI, которая ориентирует сотрудников всех уровней на достижение стратегических целей.

Современная система управления стоимостью невозможна без качественной и своевременной аналитической базы. Для Узбекистана, находящегося в процессе цифровой трансформации, это означает необходимость внедрения передовых технологий сбора, обработки и анализа информации. Интеграция ERP-систем, использование бизнес-аналитики и инструментов big data открывают возможности для повышения прозрачности, улучшения качества управленческих решений и укрепления доверия инвесторов.

Методы финансового анализа остаются фундаментом для оценки деятельности предприятия. Горизонтальный анализ позволяет отслеживать динамику ключевых показателей во времени, вертикальный анализ выявляет структуру активов и обязательств, трендовый анализ помогает фиксировать долгосрочные тенденции, сравнительный анализ используется для сопоставления с конкурентами, а факторный анализ раскрывает влияние отдельных факторов на результат. В совокупности эти методы дают целостное представление о положении компании и её потенциале роста стоимости.

Современные IT-решения становятся неотъемлемой частью системы управления стоимостью. Интеграция различных учетных систем позволяет устранить дублирование информации и ускорить консолидацию данных. Автоматизация процессов бюджетирования сокращает вероятность ошибок и ускоряет подготовку управленческой отчетности. Системы бизнес-аналитики (BI) обеспечивают визуализацию показателей и их анализ в режиме реального времени.

Особую ценность приобретает использование технологий анализа больших данных и машинного обучения. Они позволяют выявлять скрытые зависимости в массиве операционной и финансовой информации, прогнозировать поведение клиентов и рыночные тренды, а также формировать более точные сценарии развития бизнеса. Для крупных узбекских компаний, оперирующих значительными объемами данных, это открывает новые возможности повышения эффективности и конкурентоспособности.

7.3-§. Стратегии максимизации стоимости бизнеса

В современной экономике инновации действительно становятся фундаментом устойчивого роста стоимости предприятий. Для Узбекистана, где курс на модернизацию и инновационное развитие закреплён в стратегических программах, управление инновационными процессами выступает не просто инструментом повышения эффективности, но и необходимым условием выхода на международные рынки.

Научные исследования и разработки напрямую влияют на конкурентоспособность компаний: они позволяют формировать новые продукты и услуги, совершенствовать технологии производства, оптимизировать использование ресурсов. В результате предприятия получают возможность снижать издержки, усиливать рыночные позиции и формировать уникальные преимущества.

Продуктовые инновации открывают компаниям путь к освоению новых ниш и обеспечению дополнительной прибыли за счёт уникальности товаров и услуг. Процессные инновации делают производство более производительным и экономичным, повышая

рентабельность бизнеса. Маркетинговые инновации, основанные на цифровых каналах и новых форматах продвижения, усиливают узнаваемость брендов и стимулируют спрос. Организационные инновации создают гибкость управления и устойчивость к внешним изменениям.

Модели инновационного развития позволяют выстраивать различные стратегии. Линейная модель отражает традиционный подход, где инновации проходят все стадии от фундаментальных исследований до внедрения. Интерактивная модель предполагает постоянное взаимодействие участников процесса, что ускоряет внедрение новшеств. Наиболее перспективной для Узбекистана становится сетевая модель, ориентированная на создание экосистем: она помогает компаниям восполнять недостаток собственных ресурсов и использовать внешний опыт и технологии.

Финансовый эффект инноваций проявляется в повышении рыночной стоимости предприятий. Компании, активно инвестирующие в НИОКР и цифровизацию, показывают ускоренный рост капитализации и рентабельности по сравнению с традиционными игроками рынка. Для узбекских предприятий это означает не только укрепление внутренних позиций, но и возможность интеграции в глобальные цепочки создания стоимости.

Управление рисками и неопределенностью в оценке стоимости играет ключевую роль в обеспечении устойчивости и инвестиционной привлекательности предприятия. Влияние рыночных факторов, таких как изменение процентных ставок, валютных курсов, цен на сырье и динамики спроса, напрямую отражается на прогнозируемых денежных потоках. Для узбекских компаний, работающих в условиях волатильных валютных рынков и постепенной либерализации экономики, это особенно значимо.

Операционные риски включают сбои в производстве, перебои в поставках и технологические проблемы. Их влияние в Узбекистане усиливается за счет инфраструктурных ограничений и необходимости постоянной модернизации производственных мощностей. Финансовые риски проявляются в виде проблем с ликвидностью, роста

стоимости заемного капитала и ограничений, связанных с кредитными ковенантами. Для предприятий, активно привлекающих внешние инвестиции и кредиты, управление этими рисками становится приоритетным.

Регуляторные риски особенно актуальны в переходной экономике, где происходят изменения налогового и валютного законодательства, реформирование корпоративного права и введение новых отраслевых стандартов. Такие изменения могут как снижать, так и повышать стоимость компаний в зависимости от адаптационных способностей менеджмента. Стратегические риски связаны с принятием неверных управленческих решений, появлением новых конкурентов или технологических прорывов, которые могут изменить конкурентную структуру рынка.

Эффективная система управления рисками в Узбекистане требует комплексного подхода. Сначала проводится идентификация всех возможных рисков с использованием анализа документов, экспертных интервью и мозговых штурмов. Затем осуществляется их оценка — как количественная (например, расчет вероятности и ожидаемых потерь), так и качественная (определение значимости рисков для ключевых целей бизнеса). На этапе планирования реагирования выбираются стратегии: избегание, снижение, передача или принятие риска. Завершающим этапом становится мониторинг и контроль, позволяющий отслеживать изменения внешней среды, эффективность применяемых мер и выявлять новые угрозы.

Для узбекских компаний внедрение системного управления рисками означает не только защиту от убытков, но и возможность увеличения стоимости за счет повышения доверия инвесторов, снижения стоимости капитала и укрепления долгосрочной устойчивости.

Антикризисное управление стоимостью требует особых подходов и инструментов. В условиях кризиса приоритетными становятся мероприятия по сохранению ликвидности, оптимизации операционных затрат и защите ключевых активов. Опыт узбекских предприятий во время пандемии COVID-19 показал важность наличия

планов непрерывности бизнеса и гибких стратегий адаптации к изменяющимся условиям.

Таблица 7.3

Методы управления рисками и неопределенностью в оценке
стоимости

Метод оценки	Область применения	Преимущества	Ограничения
Value at Risk (VaR)	Финансовые риски	Количественная оценка	Сложность расчета
Monte Carlo	Сложные проекты	Учет неопределенности	Требует много данных
Дерево решений	Стратегические решения	Наглядность	Упрощенные предположения
Сценарный анализ	Долгосрочное планирование	Простота использования	Субъективность

Эффективная система управления рисками не только защищает от потерь, но и позволяет выявлять новые возможности для создания стоимости в условиях неопределенности.

Вопросы для повторения

1. Что понимается под стоимостью предприятия?
2. Какие виды стоимости используются в финансовом менеджменте?
3. В чём заключается концепция управления стоимостью компании?
4. Какие факторы формируют стоимость бизнеса?
5. Какие методы оценки стоимости предприятия применяются на практике?
6. В чём сущность доходного метода оценки?
7. Когда целесообразно применять сравнительный метод оценки?
8. В чём особенности затратного метода оценки стоимости?
9. Как денежные потоки влияют на стоимость предприятия?

10. Как управление стоимостью связано со стратегией развития компании?
11. Как показатели EVA и MVA используются в управлении стоимостью?
12. Как финансовые решения влияют на рыночную стоимость компании?
13. Как корпоративное управление связано с ростом стоимости бизнеса?
14. В чём заключается роль финансового менеджмента в создании стоимости?
15. Какие современные тенденции влияют на оценку стоимости предприятий?

Кейс. Облигации и их оценка

1. Облигация – это долгосрочное долговое обязательство, выпускаемое компанией (или правительством). Выпускающая компания получает деньги в обмен на обещание выплачивать проценты и погасить основную сумму долга в указанную дату.

Оговорка о досрочном отзыве дает компании-эмитенту право погашать облигации досрочно, в оговоренные моменты времени при определенных условиях, обычно по цене, превышающей стоимость при погашении (обычно, это – номинал облигации). Разница цен называется премией за выкуп. Компания обычно досрочно погашает такие отзывные облигации, если процентные ставки значительно снижаются по сравнению с купонной доходностью облигаций.

Облигации с правом предъявления к досрочному погашению дает инвестору право продать облигации обратно эмитенту в оговоренные моменты времени по заранее установленной цене. Это право обычно инвесторы реализуют, если процентные ставки растут или, если компания принимает участие в непредвиденных рискованных операциях.

Фонд погашения – это условие выпуска, требующее от корпорации выкупа из обращения определенной части облигационного выпуска каждый год. Целью создания фонда

погашения является обеспечение равномерного во времени погашения выпуска. Досрочный выкуп обычно в этом случае не предполагает премии.

Стоимость (цена) облигации определяется как сумма приведенного аннуитета купонных платежей и приведенного значения выплаты номинала при погашении.

2.1 Определение цены облигации

Формула расчета цены облигации имеет вид:

$$P = \frac{C}{1+r} + \frac{C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C+N}{(1+r)^n}, \quad (1)$$

Где P – цена облигации;

C – купон (в денежных единицах);

N – номинал облигации;

n – число лет до погашения;

r – доходность облигации до погашения.

Зад. 1. Номинал облигации равен 500 000 сум. Купон 10%, выплачивается один раз в год. До погашения 3 года. Определите цену облигации, если ее доходность к погашению (доходность, требуемая инвесторами) должна составить 9%.

Зад. 2. Номинал облигации равен 1 000 000 сум. Купон 17%, выплачивается один раз в год. До погашения 3 года. Определите цену облигации, если ее доходность к погашению должна составить 10%.

Зад. 3. Номинал облигации равен 2 000 000 сум. Купон 19%, выплачивается один раз в год. До погашения 3 года. Определите цену облигации, если ее доходность к погашению должна составить 21 %.

Зад. 4. Номинал облигации 5 000 000 сум. Купон 23%, выплачивается два раза в год. До погашения 2 года. Определите цену облигации, если ее доходность к погашению должна составить 28%.

Когда купон выплачивается m раз в год, формула 1 принимает вид:

$$P = \frac{C/m}{1+\frac{r}{m}} + \frac{C/m}{(1+\frac{r}{m})^2} + \dots + \frac{\frac{C}{m}+N}{(1+\frac{r}{m})^{mn}}, \quad (2)$$

Задачу 4 можно решить, используя формулу 1, только в этом случае периоды времени выплаты купонов надо учитывать не в

купонных периодах, а, как и раньше, в годах. Первый купон выплачивается через полгода, поэтому для него время выплаты равно 0.5 года, второй купон выплачивается через год, для него время выплаты равно 1 год и т. д. Ставка дисконтирования учитывается в этом случае как эффективный процент на основе заданной доходности к погашению, т. е. она равна

$$\left(1 + \frac{0.08}{2}\right)^2 - 1 = 0.0816.$$

Зад. 5. Номинал облигации 1 000 000 сум. Купон 17%, выплачивается два раза в год. До погашения 2 года. Определите цену облигации, если ее доходность к погашению должна составить 19%.

Зад. 6. Номинал облигации 2 000 000 сум. Купон 20%, выплачивается два раза в год. До погашения 2 года. Определите цену облигации, если ее доходность к погашению должна составить 20%.

Зад. 7. Номинал облигации 1 000 000 сум. Купон 20%, выплачивается два раза в год. До погашения 2 года 250 дней. Определите цену облигации, если ее доходность к погашению должна составить 18%. База – 365 дней.

Если до погашения облигации остается не целое число лет, то учитывается фактическое время выплаты каждого купона. Так, выплата первого купона произойдет в момент времени $\frac{250}{365}$, второго – 1 $\left(\frac{250}{365}\right)$, третьего – 2 $\left(\frac{250}{365}\right)$.

Зад. 8. Номинал облигации 1 000 000 сум. Купон 20%, выплачивается 1 раз в год. До погашения 15 лет. Определите цену облигации, если ее доходность к погашению должна составить 21.5%.

Если до погашения много лет, то непосредственно использовать обычную формулу неудобно. Сумма дисконтированных купонных платежей облигации представляет собой не что иное, как приведенную стоимость аннуитета. С учетом этого, формула 1 из приобретает вид:

$$P = \frac{C}{r} * \left[1 - \frac{1}{(1+r)^n}\right] + \frac{N}{(1+r)^n}. \quad (3)$$

Зад. 9. Номинал облигации 1 500 000 сум., купон 18%, выплачивается 1 раз в год. До погашения 20 лет. Определите цену облигации, если ее доходность к погашению должна составить 19.7%.

Зад. 10. Номинал облигации 1 200 000 сум., купон 10%, выплачивается 2 раза в год. До погашения 6 лет. Определите цену облигации, если ее доходность к погашению должна составить 8.4%.

Если купон выплачивается m раз в год, формула 2 преобразовывается к виду:

$$P = \frac{C}{r} * \left[1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{mn}} \right] + \frac{N}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{mn}}. \quad (4)$$

Зад. 11. Номинал облигации 700 000 сум., купон 17%, выплачивается ежеквартально. До погашения 5 лет. Определите цену облигации, если ее доходность к погашению должна составить 16.5%.

Зад. 12. Номинал 2 500 000 сум. Купон 17%, выплачивается 1 раз в год. До погашения 11 лет и 45 дней. Доходность к погашению должна составить 18%. Определить цену облигации. База 365 дней.

Если до погашения остается не целое число лет, то формулу (2) можно преобразовать к виду:

$$P = \frac{1}{(1+r)^{\frac{t}{\text{база}}}} * \left[\frac{C}{r} \left(1 + r - \frac{1}{(1+r)^n} \right) + \frac{N}{(1+r)^n} \right]. \quad (5)$$

Где t – количество дней до выплаты ближайшего купона;

n – количество полных лет до погашения облигации, т. е. без учета неполного купонного периода.

Зад. 13. Номинал бескупонной облигации 10 000 000 сум. Погашение через 5 лет. Определите цену облигации, если ее доходность к погашению должна составить 12%.

По бескупонной облигации осуществляется только один платеж – в конце ее обращения выплачивается номинал. Поэтому ее цена определяется по формуле:

$$P = \frac{N}{(1+r)^n}. \quad (6)$$

Зад. 14. Номинал бескупонной облигации 1 000 000 сум. Погашение через 5 лет и 20 дней. Определите цену облигации, если ее доходность к погашению должна составить 22%. База – 365 дней.

Зад. 15. Номинал бескупонной облигации 10 000 000 сум. Погашение через 7 лет. Определите цену облигации, если ее

доходность к погашению составляет 18% в год. Купоны выплачиваются два раза в год.

Если по купонным облигациям купоны выплачиваются m раз в год, то это означает, что частота начисления процента по облигации составляет m раз в год. Цена облигации в этом случае определяется по формуле:

$$P = \frac{N}{(1 + \frac{r}{m})^{mn}}. \quad (7)$$

Зад. 16. Номинал бескупонной облигации 1000 сум. Погашение через 30 дней. Определите цену облигации, если ее доходность к погашению составляет 4% в год. База – 365 дней.

Цена бескупонной краткосрочной облигации определяется по формуле:

$$P = \frac{N}{1 + r \frac{t}{\text{база}}}. \quad (8)$$

Где t – время до погашения облигации.

2.2 Определение доходности облигации

Текущая доходность определяется по формуле: $rT = \frac{c}{P}$,

(9)

где rT – текущая доходность;

c – купон облигации;

P – цена облигации.

Доходность к погашению бескупонной облигации определяется по формуле:

$$r = \sqrt[n]{\frac{N}{P}} - 1. \quad (10)$$

Зад. 17. Номинал облигации 1000 сум., купон = 10%. Облигация стоит 953 сум. Найти текущую доходность облигации.

Зад. 18. N облигации 1000 сум., купон 8%. Облигация стоит 1014 сум. Найти текущую стоимость облигации.

Зад. 19. N облигации 1000 сум., купон 3.5%. Облигация стоит 1005 сум. Найти текущую доходность.

Зад. 20. N бескупонной облигации равен 1000 сум. Облигации погашается через 3 года. Ее текущая стоимость 850 сум. Определить доходность к погашению.

Зад. 21. N бескупонной облигации 1000 сум. Бумага погашается через 4 года и 120 дней. Облигация стоит 640 сум. Определить доходность к погашению. База 365 дней.

Зад. 22. N бескупонной облигации 1000 сум. Облигация погашается через 3 года. Инвестор купил ее за 850 сум. и продал через один год и 64 дня за 910 сум. Определить доходность операции инвестора в расчете на год. База 365 дней.

Ориентировочная доходность к погашению купонной облигации:

$$r = \frac{\frac{N+P}{n} + C}{(N-P)/2},$$

Где r – доходность к погашению;

N – номинал облигации;

C – купон;

P – цена облигации;

n – число лет до погашения.

Зад. 23. N облигации 1000 сум., купон 8%, выплачивается один раз в год. До погашения 6 лет. Облигация стоит 1053 сум. Определить ее доходность к погашению.

Зад. 24. N облигации 1000 сум., купон 9%, выплачивается два раза в год. До погашения 4 года Облигация стоит 1040 сум. Определить ее доходность к погашению.

Для облигации, по которой купон выплачивается m раз в год, формула ориентировочной доходности принимает следующий вид:

$$r = \frac{\frac{(N-P)}{mn} + C/m}{(N+P)/2}$$

Зад. 25. Номинал бескупонной облигации 1000 сум., ее цена 950 сум. Облигация погашается через 200 дней. Определить ее доходность к погашению. База 365 дней.

Формула:
$$r = \left(\frac{N}{P} - 1\right) * \frac{\text{база}}{t}$$

Зад. 26. Номинал бескупонной облигации 1000 сум., ее цена 994 сум. Облигация погашается через 32 дня. Определить ее доходность к погашению. База 365 дней.

Реализованный процент (доходность)

Реализованный процент это – процент, позволяющий приравнять сумму всех будущих поступлений, которые инвестор планирует получить по облигации, к ее сегодняшней цене. Он определяется по формуле:

$$r = \left\{ \frac{\text{Будущие поступления}}{\text{Цена покупки}} \right\}^{\frac{1}{n}} - 1. \quad (15)$$

Зад. 27. Инвестор купил облигацию по номиналу. Номинал равен 1000 сум., купон 10%, выплачивается один раз в год. До погашения 5 лет. Инвестор полагает, что за этот период он сможет реинвестировать купоны под 12% годовых. Определить общую сумму дохода, который инвестор получит по данной бумаге, если продержит ее до погашения.

Сумма купонных платежей и процентов от их реализации представляет собой будущую стоимость аннуитета (смотри необходимую формулу в задании 1).

Зад. 28. N облигации 1000 сум., купон 6%, выплачивается один раз в год. Инвестор купил облигацию за 950 сум. До погашения 3 года. Он полагает, что сможет реинвестировать купоны под 8%. Определить реализованный процент по облигации, если инвестор продержит ее до погашения.

Рассчитываем общую сумму дохода;

Затем применяем формулу (15).

ГЛАВА 8. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И ПРОНОЗИРОВАНИЕ

8.1-§. Финансовое планирование: цели и задачи

В условиях динамично развивающейся экономики Узбекистана финансовое планирование приобретает особую значимость как инструмент стратегического управления. Финансовое планирование представляет собой системный процесс управления денежными потоками организации, направленный на достижение стратегических целей с учетом специфики национальной экономической среды. Прогнозирование потоков предполагает детальное планирование доходов и расходов с учетом валютного регулирования и особенностей банковской системы Узбекистана, что позволяет минимизировать риски кассовых разрывов и повысить предсказуемость бизнеса. Финансовая устойчивость связана с обеспечением стабильности операций в условиях реформирования экономики и либерализации валютного рынка, что требует оптимизации структуры капитала, диверсификации источников финансирования и формирования резервов для сглаживания рыночных колебаний. Контроль ресурсов включает эффективное управление активами и обязательствами при обязательном соблюдении требований национального законодательства, включая налоговые и валютные нормы, что снижает регуляторные риски и повышает доверие со стороны инвесторов и партнеров. В совокупности прогнозирование потоков, обеспечение устойчивости и контроль ресурсов формируют базу финансового менеджмента, напрямую влияя на стоимость предприятия и его инвестиционную привлекательность.

Цели финансового планирования в контексте узбекского бизнеса включают придание стратегического смысла предпринимательской деятельности, установление четких механизмов контроля и распределения ответственности, а также комплексный анализ конкурентных преимуществ и потенциальных рисков компании. Особое внимание уделяется адаптации к изменениям в налоговом законодательстве и валютном регулировании.

В бизнес-среде Узбекистана отсутствие систематического финансового планирования создает критические риски для устойчивого развития предприятий. Принятие управленческих решений без должного финансового обоснования приводит к потере стратегического контроля над бизнес-процессами и существенному увеличению операционных рисков.

Эффективная система планирования формирует четкое понимание задач и зон ответственности на всех уровнях организационной структуры. Руководители получают надежную основу для принятия обоснованных решений, а рядовые сотрудники - ясные ориентиры для выполнения своих функций.

Системное планирование позволяет предприятиям адаптироваться к изменениям в государственной экономической политике, эффективно использовать возможности программ поддержки малого и среднего бизнеса, а также грамотно планировать взаимодействие с банковской системой в условиях развития цифровых финансовых услуг.

Системное планирование позволяет предприятиям адаптироваться к изменениям в государственной экономической политике, эффективно использовать возможности программ поддержки малого и среднего бизнеса, а также грамотно выстраивать взаимодействие с банковской системой в условиях развития цифровых финансовых услуг.

Краткосрочное финансовое планирование охватывает период до одного года и направлено на управление операционными денежными потоками, обеспечение текущей ликвидности и планирование налоговых платежей в соответствии с календарем налогоплательщика Узбекистана. Среднесрочное планирование охватывает период от одного до пяти лет и включает разработку инвестиционных программ, планирование кредитования с учетом возможностей льготного финансирования и бюджетирование развития производственных мощностей. Долгосрочное финансовое планирование, рассчитанное на срок более пяти лет, связано со стратегическим развитием компании, оценкой окупаемости масштабных проектов и планированием участия

в региональных инфраструктурных инициативах с учетом государственных программ развития отраслей.

Комплексное использование краткосрочного, среднесрочного и долгосрочного планирования обеспечивает устойчивое развитие предприятия и рост его стоимости в условиях трансформации экономики Узбекистана. Каждый уровень планирования имеет свою специфику в условиях узбекского рынка. Краткосрочное планирование должно учитывать особенности работы с национальной валютой и требования валютного законодательства. Среднесрочные планы формируются с учетом программ государственной поддержки и возможностей получения льготного финансирования через фонды развития.

Финансовое планирование осуществляется поэтапно и включает несколько взаимосвязанных стадий. На первом этапе проводится анализ финансовых данных, который предполагает комплексный сбор и систематизацию информации за предыдущие периоды с учетом изменений в учетной политике и налоговом законодательстве. Далее осуществляется постановка финансовых целей, заключающаяся в формулировании конкретных и измеримых задач, соответствующих стратегии развития компании и рыночным возможностям.

Следующим этапом является прогнозирование показателей, где разрабатываются обоснованные прогнозы доходов и расходов на основе анализа рыночных тенденций и внутренних факторов. После этого разрабатываются мероприятия, включающие детальный план конкретных действий, необходимых для достижения финансовых целей. Завершающим этапом выступает мониторинг и корректировка, в ходе которых осуществляется постоянное отслеживание выполнения плана и внесение изменений в случае изменения внешних условий.

Такой подход обеспечивает гибкость финансового управления и позволяет своевременно реагировать на изменения в экономической среде. В условиях Узбекистана особое внимание следует уделять этапу мониторинга, поскольку изменения в регуляторной среде могут потребовать оперативной корректировки финансовых планов. Важно

также учитывать сезонные факторы, характерные для многих отраслей национальной экономики.

8.2-§. Методы финансового прогнозирования

В современной практике финансового менеджмента Узбекистана применяется широкий набор методов прогнозирования, которые сочетают в себе качественные и количественные подходы. Это позволяет компаниям повышать точность расчетов и снижать уровень неопределенности при принятии управленческих решений в условиях динамично развивающегося рынка.

Качественные методы основаны на экспертных оценках и аналитике внешней среды. Привлечение специалистов отраслевых ассоциаций помогает учитывать специфические факторы развития экономики, а метод Дельфи обеспечивает консолидацию мнений экспертов. Сценарное планирование и сценарный анализ макроэкономических факторов позволяют оценивать различные варианты развития ситуации. Анализ жизненного цикла продукта на местном рынке помогает точнее прогнозировать спрос и доходность.

Количественные методы включают использование исторических данных и статистических инструментов. Наиболее распространенными являются трендовый и регрессионный анализ, а также моделирование денежных потоков с учетом особенностей валютного регулирования. Применяются методы анализа временных рядов с сезонной корректировкой, множественная регрессия для построения многофакторных моделей, а также имитационное моделирование методом Монте-Карло, позволяющее учитывать влияние случайных факторов.

Современные технологические решения значительно расширяют возможности прогнозирования. Внедрение систем искусственного интеллекта и машинного обучения, использование нейронных сетей для прогнозирования спроса и автоматизированных FP&A-платформ позволяют интегрировать данные из различных источников и формировать более точные прогнозы. Облачные решения обеспечивают удобный доступ и консолидацию информации, а

алгоритмы машинного обучения помогают выявлять скрытые закономерности и паттерны в больших массивах данных.

Развитие цифровой экономики в Узбекистане открывает новые возможности для внедрения современных подходов к финансовому планированию и прогнозированию. В этом контексте концепции FP&A (Financial Planning & Analysis) и xP&A (Extended Planning & Analysis) представляют собой важный шаг вперед по сравнению с традиционными методами, так как обеспечивают комплексную интеграцию финансовых и операционных процессов.

FP&A ориентировано на создание единой системы планирования, бюджетирования и аналитики, которая служит инструментом поддержки управленческих решений. Такой подход особенно востребован в условиях высокой динамики и структурных изменений узбекского рынка. Ключевыми особенностями FP&A являются непрерывное планирование и прогнозирование, интеграция финансовых и операционных данных, использование сценарного моделирования для управления рисками, а также автоматизация рутинных аналитических процессов.

xP&A является логическим продолжением FP&A и выходит за рамки исключительно финансовых функций. Этот подход интегрирует планирование во всех функциональных областях предприятия и позволяет создавать единое информационное пространство для управления бизнесом. В его рамках координируется планирование цепочек поставок и логистики, интегрируются процессы HR и управления персоналом, синхронизируются маркетинговые и сбытовые планы, а также согласуются инвестиционные программы.

Практическим примером применения xP&A может служить опыт текстильной компании в Ташкенте, которая внедрила облачное решение для интеграции планирования закупок хлопка-сырца, производственных мощностей и экспортных контрактов. Это позволило повысить точность прогнозов на 35% и сократить время планирования в три раза.

Таким образом, внедрение FP&A и xP&A способствует повышению прозрачности, скорости и качества управленческих

решений, что делает данные подходы особенно актуальными для компаний Узбекистана, стремящихся к устойчивому развитию и выходу на международные рынки.

Практическое использование финансового моделирования на предприятиях Узбекистана требует адаптации к особенностям национальной экономики, включая валютное регулирование, налоговую систему и высокую чувствительность к колебаниям внешнего спроса. Разработка различных сценариев позволяет компаниям оценивать возможные варианты развития событий и принимать более взвешенные управленческие решения.

Оптимистичный сценарий предполагает благоприятные условия, такие как стабильный курс сома, рост внутреннего спроса и расширение экспортных возможностей. В этом случае возможно увеличение выручки на 25–30%, расширение производственных мощностей и рост доли экспорта.

Базовый сценарий основан на умеренных темпах роста экономики и постепенной либерализации рынка. Здесь прогнозируется рост выручки на 10–15%, поддержание текущих мощностей и частичная модернизация оборудования.

Пессимистичный сценарий учитывает неблагоприятные условия: валютные ограничения, снижение спроса и усиление конкуренции. В таких обстоятельствах возможна стагнация или даже падение выручки, что потребует оптимизации затрат и проведения реструктуризации бизнеса.

Дополнительно проводится анализ чувствительности, который позволяет оценить влияние внешних факторов на ключевые показатели. В частности, анализируется воздействие курсовых колебаний на импортозависимые компании, изменения налогового законодательства на рентабельность и инфляционных процессов на структуру затрат. Важной частью моделирования является учет сезонности, которая характерна для ряда отраслей узбекской экономики, таких как сельское хозяйство и текстильное производство.

Использование сценарного подхода и анализа чувствительности помогает узбекским предприятиям снижать уровень

неопределенности и повышать устойчивость бизнеса в условиях быстро меняющейся экономической среды.

8.3-§. Корпоративные финансы

Качество корпоративного управления является одним из ключевых факторов, влияющих на стоимость предприятия. Исследования показывают, что компании с высоким уровнем корпоративного управления торгуются на рынке с премией, что отражает более низкие риски и более высокое доверие инвесторов.

Для узбекских компаний развитие эффективной системы корпоративного управления особенно актуально в контексте либерализации экономики и привлечения иностранных инвестиций. Соответствие международным стандартам корпоративного управления становится важным конкурентным преимуществом при выходе на глобальные рынки капитала.

Структура собственности и контроля во многом определяет модель корпоративного управления и стоимость предприятия. Концентрированная собственность, характерная для многих узбекских компаний с государственным или семейным участием, позволяет обеспечивать строгий контроль над деятельностью менеджмента и ускоряет процесс принятия решений. Однако при этом возникает риск ущемления интересов миноритарных акционеров и снижения прозрачности. Распыленная собственность, напротив, стимулирует развитие рынка корпоративного контроля и усиливает влияние внешних инвесторов, но одновременно повышает вероятность конфликта интересов между акционерами и менеджментом, а также усложняет координацию стратегических решений.

Ключевыми элементами эффективной системы корпоративного контроля выступают права акционеров и их защита, прозрачность структуры собственности, механизмы мониторинга и предотвращения злоупотреблений. Для Узбекистана, где идет процесс реформирования корпоративного законодательства и усиления роли фондового рынка, особое значение приобретает формирование институтов,

гарантирующих справедливое отношение ко всем категориям акционеров, включая миноритарных.

Роль совета директоров в этой системе является центральной. Именно он отвечает за определение стратегических приоритетов, контроль деятельности исполнительного руководства и защиту интересов собственников. Эффективность совета зависит от независимости и компетентности его членов, наличия специализированных комитетов (по аудиту, кадрам и вознаграждениям, стратегическому развитию), а также от качества процедур принятия решений. Важным фактором является регулярная оценка работы совета и его способности обеспечивать баланс интересов акционеров и долгосрочный рост стоимости компании.

Прозрачность и отчетность действительно являются краеугольными камнями корпоративного управления, поскольку они обеспечивают доверие акционеров, кредиторов, клиентов и других заинтересованных сторон. В условиях Узбекистана, где активно развиваются фондовый рынок и привлекаются иностранные инвестиции, роль прозрачности усиливается, так как международные инвесторы ожидают сопоставимости отчетности и четкого раскрытия ключевых показателей.

Финансовая отчетность должна формироваться в соответствии с международными стандартами (МСФО), обеспечивать своевременное раскрытие информации о доходах, расходах, обязательствах и рисках. Для узбекских компаний это означает постепенный переход от национальных стандартов учета к международным, что повышает доверие инвесторов и упрощает доступ к глобальным рынкам капитала.

Корпоративная социальная ответственность (КСО) становится стратегическим инструментом устойчивого развития. Внедрение ESG-принципов (экологические, социальные, управленческие) помогает компаниям снижать операционные и репутационные риски, формировать позитивный имидж и укреплять конкурентные позиции. Важным направлением является интеграция нефинансовой отчетности

в общую систему отчетности, включая публикацию устойчивых отчетов (sustainability reports).

Управление заинтересованными сторонами (stakeholder management) предполагает формирование баланса интересов акционеров, работников, клиентов, государства и общества. Компании, выстраивающие открытый диалог со стейкхолдерами, способны минимизировать конфликты, быстрее адаптироваться к изменениям внешней среды и укреплять долгосрочную стоимость.

Для Узбекистана актуальным является развитие культуры интегрированной отчетности, которая объединяет финансовые и нефинансовые показатели, демонстрируя вклад компании в устойчивое развитие страны и общества. Такой подход не только соответствует мировым тенденциям, но и способствует росту инвестиционной привлекательности национальных компаний.

8.4-§. Финансовый контроль: формы и содержание

Финансовый контроль в условиях Узбекистана представляет собой систему мер по наблюдению, оценке и корректировке финансовых операций, которая учитывает требования национального законодательства и специфику ведения бизнеса. Его эффективная организация не только гарантирует соблюдение нормативных требований, но и способствует оптимизации финансовых процессов предприятия, повышению их прозрачности и устойчивости.

Предварительный контроль направлен на проверку обоснованности планируемых операций, их соответствия бюджетным лимитам и наличия всех необходимых согласований. Он играет ключевую роль в предотвращении избыточных расходов и формировании реалистичных планов.

Текущий контроль осуществляется в процессе выполнения финансовых операций. Он предполагает мониторинг соблюдения процедур и отслеживание правильности исполнения транзакций в режиме реального времени. Такой подход позволяет своевременно выявлять отклонения и оперативно корректировать действия.

Последующий контроль проводится после завершения операций и включает анализ их результатов, оценку эффективности использования финансовых ресурсов и выявление возможных нарушений. На этом этапе формируется обратная связь, необходимая для совершенствования системы управления.

Главная цель финансового контроля заключается в строгом соблюдении бюджетных параметров, минимизации финансовых ошибок и создании надежных механизмов защиты от мошеннических действий. В условиях узбекского рынка особое значение приобретает контроль за выполнением валютного законодательства и соблюдением норм по противодействию легализации доходов, что делает систему финансового контроля важным инструментом устойчивого развития бизнеса.

Финансовый контроль в компаниях Узбекистана охватывает несколько ключевых направлений, каждое из которых выполняет собственные функции и обеспечивает комплексную защиту интересов предприятия.

Внутренний контроль основан на четком разделении функциональных обязанностей и построении многоуровневой системы утверждения операций. Его важнейшие элементы включают сегрегацию обязанностей в финансовых процессах, систему двойного контроля для критических операций и использование автоматизированных процедур сверки данных. Такой подход снижает вероятность ошибок и минимизирует риски злоупотреблений.

Операционный контроль направлен на обеспечение достоверности учетных данных и подтверждение реальности финансово-хозяйственных операций. Он реализуется через проведение регулярных инвентаризаций материальных ценностей, контроль за движением денежных средств и проверку первичных документов. Эти меры позволяют поддерживать точность бухгалтерского учета и предотвращать несоответствия.

Бюджетный контроль связан с системным мониторингом исполнения бюджетных показателей. Он предполагает еженедельное отслеживание ключевых индикаторов, анализ отклонений между

плановыми и фактическими результатами, а также прогнозирование выполнения годового бюджета. Это обеспечивает гибкость и адаптивность финансового управления.

Эффективная система финансового контроля в Узбекистане должна учитывать национальные стандарты бухгалтерского учета, особенности налогового администрирования и специфику работы с банковским сектором. Существенную роль играет интеграция контрольных процедур с системами электронного документооборота и цифровыми платформами, обеспечивающими взаимодействие с государственными органами и повышение прозрачности финансовых процессов.

Эффективная организация финансового контроля в узбекских компаниях строится на сочетании формализованных процедур и цифровых инструментов. Это позволяет повысить надежность операций, снизить риск ошибок и обеспечить соответствие требованиям законодательства.

Примером такой практики является внедрение многоуровневой системы утверждения платежей с использованием электронной подписи. При этом полномочия сотрудников дифференцируются в зависимости от суммы операции, что предотвращает несанкционированные платежи.

Не менее важным элементом является ежедневная автоматическая сверка банковских выписок с учетными данными. Такой контроль позволяет в режиме онлайн выявлять расхождения и оперативно устранять их.

Система бюджетных лимитов по статьям расходов играет ключевую роль в управлении затратами: при превышении установленных пределов операции блокируются до согласования. Это помогает держать под контролем исполнение бюджета.

Значительное внимание уделяется подготовке сотрудников. Регулярные тренинги по финансовой безопасности и тестирование знаний процедур позволяют поддерживать высокий уровень компетенций и снижать вероятность ошибок при работе с цифровыми системами.

В условиях Узбекистана особое значение приобретает контроль валютных операций, включая проверку правильности применения курсов пересчета, своевременность поступления валютной выручки и корректность оформления документов для валютного регулирования.

Современные электронные системы контроля позволяют автоматизировать большинство рутинных процедур, освободив ресурсы для аналитической работы. Для повышения единообразия и прозрачности рекомендуется внедрение чек-листов, которые обеспечивают стандартизацию контрольных процедур и дисциплину их выполнения всеми сотрудниками финансовой службы.

Отсутствие эффективной системы финансового контроля представляет серьезную угрозу для предприятий, особенно в условиях узбекского рынка, где экономическая и регуляторная среда находится в стадии активного развития. Недостатки контроля ведут к прямым финансовым потерям, росту операционных рисков и подрыву доверия со стороны инвесторов и партнеров.

Компании, не имеющие надежных механизмов контроля, в среднем теряют до трети своих средств из-за мошенничества и ошибок в учете. Это проявляется в систематической неправильной классификации доходов и расходов, потере или искажении финансовых документов, а также в увеличении числа ошибок при проведении операций.

Важным риском является мошенничество со стороны персонала, включающее фиктивные сделки, хищения денежных средств и материальных ценностей. В условиях слабого контроля возрастает вероятность злоупотреблений, которые могут нанести существенный ущерб компании.

Отдельную категорию составляют регуляторные риски. Несоблюдение налоговых требований, нарушение правил валютного регулирования и недостаточное внимание к вопросам комплаенса приводят к штрафам и санкциям со стороны государственных органов.

Не менее опасными являются репутационные последствия. Утрата доверия со стороны банков, инвесторов и деловых партнеров

снижает кредитный рейтинг компании и ограничивает ее возможности по привлечению финансирования.

Как подчеркивают эксперты¹⁷, инвестиции в систему финансового контроля всегда окупаются, так как предотвращение даже одного крупного нарушения способно сэкономить значительные ресурсы. В узбекских реалиях, где изменения в законодательстве происходят регулярно, предприятиям необходимо постоянно адаптировать контрольные механизмы и строить надежную систему финансового мониторинга как основу долгосрочной устойчивости бизнеса.

8.5-§. Аудит и его роль в системе управления финансами

Аудиторская деятельность в Республике Узбекистан занимает важное место в системе рыночной экономики, так как направлена на обеспечение прозрачности, достоверности и объективности финансовой отчетности хозяйствующих субъектов. Под аудитом понимается независимая профессиональная проверка финансовых данных и бизнес-процессов, осуществляемая с целью подтверждения их соответствия установленным стандартам бухгалтерского учета, налогового законодательства и другим нормативным требованиям.

В соответствии с национальными и международными стандартами аудиторская деятельность выполняет важные функции в развитии деловой среды, способствует укреплению доверия между экономическими субъектами и формированию благоприятного инвестиционного климата в стране. В практике хозяйствующих субъектов применяются различные формы аудита. Внешний аудит представляет собой независимую проверку финансовой отчетности, проводимую аудиторскими организациями для подтверждения

¹⁷ 1. Association of Certified Fraud Examiners. “Report to the Nations on Occupational Fraud and Abuse” — показывает, что компании теряют около 5% своих доходов в год из-за мошенничества и недостатков контроля. 2. LexisNexis True Cost of Fraud Studies — отчёты, где аналитика показывает рост потерь от мошеннических операций и важность сильных контрольных систем. 3. McKinsey. “Fraud Management: Recovering value through next-generation solutions” — статья с примерами, как аналитика и технологии позволяют сократить потери от мошенничества. 4. PwC. Global Economic Crime and Fraud Survey — обзор тенденций экономических преступлений, инцидентов мошенничества, и связь с корпоративными практиками контроля. 5. Becerra Huamán, C., De la Cruz-Montoya, D., Gutierrez-Cuadros, J. и др. “Financial Auditing as an Effective Tool for Fraud Detection: A Systematic Review” — анализ роли финансового аудита в обнаружении мошенничества.

достоверности представленных данных. Внутренний аудит выступает элементом внутрикорпоративного контроля, направленного на оценку эффективности управленческих и производственных процессов, а также на соблюдение внутренних политик компании. Операционный аудит ориентирован на выявление резервов и возможностей для повышения результативности деятельности предприятия посредством анализа рациональности и эффективности бизнес-процессов. Аудит соответствия предполагает проверку соблюдения норм законодательства, требований регулирующих органов и внутренних регламентов организации. Особое значение в современных условиях приобретает IT-аудит, который охватывает оценку надежности, защищенности и эффективности информационных систем, применяемых в управлении финансовыми и управленческими процессами.

К основным целям аудиторской деятельности относятся подтверждение достоверности финансовой отчетности, выявление существенных нарушений и искажений в системе бухгалтерского учета, оценка эффективности и надежности системы внутреннего контроля, а также определение уровня операционных и финансовых рисков предприятия. В современных условиях развития экономики Узбекистана аудит играет не только контролирующую, но и стратегическую роль, способствуя укреплению корпоративного управления, повышению инвестиционной привлекательности компаний и облегчению их интеграции на международные рынки капитала.

Планирование аудита финансовой отчетности в Республике Узбекистан является ключевым этапом, определяющим качество и достоверность последующих аудиторских процедур. Эффективное планирование требует комплексного подхода к оценке рисков, определению приоритетных направлений проверки и рациональному распределению ресурсов. Качество этого процесса напрямую влияет на результативность аудиторских процедур и надежность выводов, полученных по итогам проверки.

Предварительное планирование включает изучение специфики деятельности клиента, анализ отраслевых особенностей, а также оценку регуляторной среды и изменений в законодательстве, влияющих на финансовую отчетность. На этапе оценки рисков проводится идентификация областей повышенного аудиторского риска, анализ эффективности функционирования системы внутреннего контроля, и оценка вероятности существенных искажений отчетности. В рамках разработки стратегии определяются общие подходы к аудиту, выбираются соответствующие процедуры проверки, а также планируется привлечение экспертов и специалистов в смежных областях. Детальное планирование предусматривает составление программы аудита, распределение ресурсов и установление временных рамок выполнения процедур. На заключительном этапе осуществляется мониторинг хода выполнения плана и при необходимости вносятся корректировки с учетом вновь выявленных обстоятельств или изменившихся условий деятельности клиента.

Особенностью планирования аудита в Узбекистане является необходимость учета национальных стандартов бухгалтерского учета, требований валютного законодательства и особенностей налогообложения различных видов деятельности. Существенное значение имеет также влияние государственных программ поддержки бизнеса, которое может отражаться на финансовых показателях компаний и требовать дополнительного внимания со стороны auditors.

Критическим фактором, определяющим успешность аудиторской деятельности, выступает постоянное обновление профессиональных знаний auditors в части изменений нормативно-правовой базы Узбекистана. Только при условии систематического совершенствования компетенций специалистов возможно обеспечение высокого качества аудиторских услуг и соответствие их международным требованиям.

Важность аудита для бизнеса в Республике Узбекистан определяется его ролью в обеспечении прозрачности финансово-

хозяйственной деятельности и укреплении доверия между участниками деловой среды. Проведение регулярного аудита создает значительные преимущества для компаний. Независимая оценка финансового состояния способствует повышению доверия со стороны инвесторов и кредиторов, обеспечивает более широкий доступ к финансовым ресурсам и облегчает процесс привлечения как внутренних, так и внешних инвестиций. Аудит способствует выявлению резервов для повышения эффективности деятельности предприятия, минимизации репутационных рисков и укреплению устойчивости бизнеса.

Развитие аудиторской практики оказывает системное влияние на качество корпоративного управления в стране и формирование культуры финансовой ответственности. Аудит позволяет предотвращать и выявлять случаи мошенничества, способствует совершенствованию систем внутреннего контроля, обеспечивает более высокий уровень обоснованности управленческих решений. Кроме того, он способствует гармонизации национальной практики учета и отчетности с международными стандартами, что, в свою очередь, является важным условием для развития национального рынка капитала.

В условиях интеграции Узбекистана в мировое экономическое пространство аудит приобретает стратегическое значение, так как становится необходимым инструментом выхода компаний на зарубежные рынки и привлечения иностранных инвестиций. Качественный аудит повышает инвестиционную привлекательность страны в целом, а также способствует развитию рынка ценных бумаг и формированию благоприятного делового климата.

Таким образом, аудит в современном бизнесе следует рассматривать не только как инструмент проверки достоверности отчетности, но и как средство стратегического развития предприятия. Его применение позволяет выявить скрытые возможности для роста, а также предупредить потенциальные угрозы, что особенно актуально в условиях динамично развивающейся экономики Узбекистана.

Современные тенденции в развитии аудиторской деятельности в Узбекистане во многом определяются процессами цифровизации экономики, которые существенно изменяют подходы к проведению аудиторских процедур. Внедрение инновационных технологий позволяет повысить качество и эффективность аудита, обеспечить более глубокий анализ финансовых данных и снизить уровень аудиторских рисков.

Особое значение приобретает использование искусственного интеллекта, который применяется для выявления аномалий в финансовых данных, автоматического анализа больших массивов информации и прогнозирования рисков. Технологии машинного обучения позволяют аудиторам осуществлять обработку всех хозяйственных операций, что существенно повышает достоверность проверки по сравнению с выборочным методом.

Не менее важным направлением является применение аналитики больших данных. Технологии Big Data обеспечивают комплексный анализ финансовой информации, позволяют выявлять скрытые закономерности и тенденции, а также анализировать неструктурированные данные, поступающие из различных источников. Это способствует повышению качества аналитических выводов и расширяет возможности аудиторов в части стратегической оценки деятельности предприятия.

Растет значение роботизации аудиторских процессов. Автоматизация рутинных процедур с использованием программных роботов дает возможность аудиторам сосредоточиться на аналитических задачах и формировании профессиональных суждений. В условиях активного развития информационных технологий и государственной поддержки цифровизации в Узбекистане формируются уникальные условия для внедрения передовых решений и повышения конкурентоспособности национальных аудиторских компаний.

Вместе с тем особое внимание уделяется развитию компетенций аудиторов в области цифровых технологий. Профессиональные объединения и образовательные учреждения активно работают над

совершенствованием программ подготовки специалистов, обновлением стандартов обучения и формированием навыков, необходимых для работы в условиях цифровой трансформации. Таким образом, цифровизация становится важным фактором модернизации аудита, обеспечивая его соответствие современным вызовам и международным требованиям.

Взаимосвязь финансового планирования, контроля и аудита в системе управления компанией имеет ключевое значение для обеспечения устойчивого развития бизнеса в условиях современной экономики Узбекистана. Эти элементы представляют собой взаимодополняющие звенья единого процесса финансового управления, каждое из которых выполняет особую, но взаимосвязанную функцию.

Финансовое планирование формирует стратегические цели и ориентиры развития компании, определяет целевые показатели, распределяет ресурсы и задает рамки для эффективного использования капитала. В процессе планирования осуществляется сценарное моделирование, позволяющее учитывать различные варианты развития событий и подготавливать организацию к возможным рискам.

Финансовый контроль служит механизмом реализации намеченных планов, обеспечивая их соблюдение и своевременное выявление отклонений. Он предполагает постоянный мониторинг исполнения бюджета, предотвращение нарушений и корректировку управленческих процессов в случае необходимости. Таким образом, контроль выполняет функцию обратной связи, позволяя руководству оперативно реагировать на изменения внутренней и внешней среды.

Аудит является завершающим элементом данной системы, подтверждающим достоверность финансовых данных и оценивающим эффективность функционирования системы управления в целом. Его результаты позволяют выявить существующие риски, дать независимую оценку состояния финансовых процессов и выработать рекомендации по их совершенствованию.

Интеграция планирования, контроля и аудита формирует целостную систему финансового управления, обеспечивающую прозрачность, эффективность и устойчивость деятельности предприятия. В условиях развития узбекской экономики такая взаимосвязь приобретает особое значение, поскольку способствует повышению инвестиционной привлекательности компаний и формированию культуры ответственного управления.

Эффективное взаимодействие между этими компонентами создает синергетический эффект, позволяющий компаниям не только соответствовать регуляторным требованиям, но и достигать высоких стандартов корпоративного управления. В узбекской практике особое внимание уделяется адаптации этих процессов к динамично изменяющейся правовой среде.

Цифровизация финансовых процессов позволяет создать единую информационную платформу, объединяющую планирование, контроль и аудит в режиме реального времени. Это повышает скорость принятия управленческих решений и качество финансового менеджмента.

Успешная реализация системы финансового планирования и контроля требует системного подхода, включающего разработку стратегии внедрения, инвестиции в технологические решения, развитие человеческого капитала и создание культуры финансовой ответственности. Компании, которые инвестируют в развитие этих компетенций, получают значительные конкурентные преимущества и возможности для масштабирования бизнеса.

Вопросы для повторения

1. В чём заключается сущность финансового планирования?
2. Какие цели и задачи решает финансовое планирование?
3. Какие виды финансовых планов применяются на предприятии?
4. Что такое бюджетирование и какова его роль?
5. Какие методы финансового прогнозирования используются?

6. В чём различие между стратегическим и оперативным финансовым планированием?
7. Что понимается под финансовым контролем?
8. Какие формы финансового контроля существуют?
9. В чём заключается внутренний и внешний финансовый контроль?
10. Какова роль аудита в системе управления финансами?
11. Какие показатели используются для контроля исполнения финансовых планов?
12. Как отклонения от плана используются в управленческих решениях?
13. Как автоматизация влияет на финансовое планирование?
14. Какие риски связаны с неэффективным финансовым контролем?
15. Как финансовое планирование способствует устойчивости предприятия?

ГЛАВА 9. СОВРЕМЕННЫЕ ПОДХОДЫ В ФИНАНСОВОМ МЕНЕДЖМЕНТЕ

9.1-§. Международная практика финансового управления

Современное развитие финансового менеджмента свидетельствует о трансформации роли специалистов в области финансов, которые перестают быть исключительно «хранителями бюджета» и постепенно превращаются в стратегических партнеров бизнеса. Как показывает опыт международных корпораций Danone, STADA и Arterium, деятельность финансовых департаментов выходит за рамки традиционного учета и контроля, приобретая все более выраженный стратегический характер.

Одним из ключевых факторов такой трансформации выступает необходимость адаптации к кризисным условиям. Пандемия COVID-19, военный конфликт в Украине, глобальная инфляция и энергетический кризис обострили потребность в принципиально новых подходах к финансовому планированию и управлению рисками. В этих условиях финансовые специалисты должны обладать высокой гибкостью, умением прогнозировать последствия внешних шоков и разрабатывать сценарии, обеспечивающие устойчивость бизнеса.

Значительное влияние на роль финансовых департаментов оказывает цифровая трансформация. Внедрение технологий искусственного интеллекта, машинного обучения и автоматизации меняет не только характер работы, но и содержание функций финансового управления. Современные финансовые подразделения превращаются в центры аналитических компетенций, обеспечивающие руководство компании данными для стратегического принятия решений. Таким образом, цифровизация становится ключевым фактором усиления стратегической роли финансов в современном бизнесе.

Современная международная практика показывает, что наиболее успешные компании рассматривают финансовое управление как интегральную часть стратегического планирования. Финансовые лидеры больше не просто контролируют расходы — они активно

участвуют в формировании бизнес-стратегии, выявлении новых возможностей роста и управлении изменениями.

Глобальная нестабильность последних лет продемонстрировала критическую важность адаптивных финансовых систем. Компании, которые полагались на жесткие годовые бюджеты и статичные финансовые модели, столкнулись с серьезными трудностями. Напротив, организации с гибкими финансовыми процессами смогли быстро адаптироваться к новым условиям и даже найти в кризисе возможности для роста.

Особое внимание в международной практике уделяется развитию аналитических компетенций финансовых команд. Современный финансовый менеджер должен не только понимать цифры, но и уметь интерпретировать данные, выявлять тренды и предоставлять инсайты для принятия стратегических решений. Это требует непрерывного обучения и развития новых навыков работы с цифровыми инструментами.

Традиционное бюджетирование долгое время являлось основной моделью финансового планирования в компаниях, предполагая формирование годовых циклов планирования и жесткую привязку к утвержденному бюджету. Такой подход отличается высокой трудоемкостью и ограниченной гибкостью, что в условиях динамичного и нестабильного рынка приводит к снижению его эффективности. Жесткость традиционного бюджетирования не всегда позволяет своевременно реагировать на изменения внешней среды, а процесс согласования и пересмотра планов зачастую становится слишком затратным по времени и ресурсам.

В противовес традиционным методам все большее распространение получает концепция Beyond Budgeting, которая основана на принципах непрерывного планирования и адаптивного управления. Эта модель предполагает использование гибких финансовых инструментов, позволяющих компаниям быстро реагировать на изменения рыночной ситуации и корректировать планы в режиме реального времени. Важную роль в данном подходе играет автоматизация процессов и цифровизация, обеспечивающие более

эффективное использование данных и повышение скорости управленческих решений.

Таким образом, переход от традиционного бюджетирования к концепции Beyond Budgeting отражает общую тенденцию к повышению гибкости и адаптивности финансового управления. Для компаний, работающих в условиях высокой неопределенности, такая трансформация становится не просто конкурентным преимуществом, а необходимым условием устойчивого развития.

Концепция Beyond Budgeting представляет радикальную альтернативу традиционному бюджетированию. Она основана на принципах автономии, прозрачности и постоянного обновления финансовых планов. Вместо создания детализированных годовых бюджетов компании переходят к динамическому планированию, которое позволяет быстро адаптироваться к изменениям рынка.

Например, компании, отказавшиеся от жестких бюджетов, повысили свою адаптивность на 40% и инновационность на 60% по сравнению с традиционными организациями. Практические примеры внедрения Beyond Budgeting показывают впечатляющие результаты. Такие компании как Svenska Handelsbanken, Borealis и ING полностью отказались от традиционного бюджетирования и перешли к более гибким моделям управления. Это позволило им значительно сократить время на планирование, повысить качество управленческих решений и улучшить финансовые результаты.

Ключевые преимущества подхода Beyond Budgeting включают снижение бюрократии, улучшение качества прогнозирования, повышение мотивации сотрудников и способность быстро реагировать на рыночные изменения. Однако внедрение такого подхода требует серьезных культурных изменений в организации и готовности руководства к новым принципам управления.

9.2-§. Инновации в финансах: финтех и цифровая экономика

Согласно данным исследовательской компании Gartner, к 2025 году около 58 процентов финансовых функций в международной практике уже внедрили решения, основанные на использовании

искусственного интеллекта. Применение подобных технологий оказывает значительное влияние на эффективность управления финансовыми процессами. Автоматизация с использованием AI позволяет увеличить производительность финансовых подразделений в среднем в три раза, что связано с сокращением времени на выполнение рутинных операций и перераспределением ресурсов в пользу аналитических и стратегических задач.

Важным результатом внедрения искусственного интеллекта является снижение числа операционных ошибок. По оценкам экспертов, применение AI-систем позволяет уменьшить их количество примерно на 85 процентов по сравнению с традиционными ручными процессами. Это обеспечивает более высокую точность обработки данных, улучшает качество финансовой отчетности и повышает доверие со стороны стейкхолдеров. Таким образом, использование технологий искусственного интеллекта становится неотъемлемым элементом современного финансового управления, способствующим укреплению его стратегической роли в развитии бизнеса.

Революция в финансовых технологиях кардинально меняет ландшафт финансового менеджмента. Искусственный интеллект и машинное обучение становятся неотъемлемой частью финансового анализа и прогнозирования, позволяя обрабатывать огромные объемы данных и выявлять скрытые закономерности. Особое развитие получили умные кредитные системы, основанные на реальных данных и поведенческих моделях. Концепция "Smart Credit System" из Silicon-Based World демонстрирует, как AI может революционизировать оценку кредитоспособности, используя не только традиционные финансовые показатели, но и альтернативные источники данных. Монетизация нематериальных активов открывает новые горизонты для финансирования. Интеллектуальная собственность, данные и цифровые активы становятся полноценными формами залога и основой для кредитования. Это особенно актуально для технологических компаний и стартапов, чьи основные активы носят нематериальный характер.

Развитие блокчейн-технологий и криптовалют создает альтернативные финансовые экосистемы, которые работают параллельно с традиционными банковскими системами. DeFi (децентрализованные финансы) предоставляют новые возможности для привлечения капитала, особенно для малого бизнеса и развивающихся рынков.

Современное развитие финансовых технологий приводит к появлению новых форм взаимодействия на рынке капитала, где особое место занимают финансовые нейронные сети и децентрализованные системы распределения капитала. Важнейшим элементом такой трансформации становятся распределенные сети богатства, в рамках которых краудфандинг и децентрализованные финансовые платформы (DeFi) обеспечивают альтернативные каналы финансирования без участия традиционных посредников в лице банков и инвестиционных фондов.

Децентрализованные решения открывают доступ к капиталу для широкого круга участников, включая малый бизнес и физических лиц, тем самым преодолевая географические барьеры и способствуя глобализации финансового рынка. Существенную роль в этом процессе играют смарт-контракты, которые обеспечивают автоматизацию финансовых операций, значительно сокращают транзакционные издержки и минимизируют вероятность ошибок или злоупотреблений.

Немаловажное значение приобретает применение искусственного интеллекта для оценки рисков. Алгоритмы машинного обучения позволяют проводить мгновенный анализ кредитоспособности заемщиков и обеспечивать выдачу кредитов в режиме реального времени. Это не только ускоряет процессы принятия решений, но и повышает объективность оценки за счет анализа больших массивов данных.

Финансовые нейронные сети представляют собой новую парадигму финансовых услуг, основанную на принципах распределенности и автономности. Эти системы используют комбинацию искусственного интеллекта, блокчейн-технологий и

больших данных для создания более эффективных и доступных финансовых решений. Децентрализованные системы капитала позволяют малому бизнесу и частным лицам получать доступ к финансированию напрямую от инвесторов, минуя традиционные банковские структуры. Это особенно важно для развивающихся рынков, где доступ к банковским услугам ограничен.

Примером успешного применения таких технологий служат платформы микрофинансирования, которые используют AI для анализа цифрового следа заемщиков. Алгоритмы машинного обучения анализируют социальные сети, мобильные данные и историю покупок для оценки кредитоспособности, что позволяет предоставлять кредиты людям без традиционной кредитной истории. Смарт-контракты автоматизируют исполнение финансовых соглашений, снижая риски мошенничества и операционные издержки. Они особенно эффективны в сфере торгового финансирования, страхования и управления инвестициями, где требуется точное выполнение сложных условий контрактов

Таким образом, сочетание финансовых нейронных сетей, децентрализованных платформ и технологий искусственного интеллекта формирует новый формат финансового рынка, который отличается высокой степенью доступности, прозрачности и эффективности. Для экономики Узбекистана подобные инновации могут стать важным инструментом интеграции в глобальную финансовую систему и привлечения инвестиций.

9.3-§. Роль финансового менеджмента в корпоративном управлении

Современные финансовые подразделения все чаще трансформируются в полноценные аналитические центры, главной задачей которых становится преобразование данных в стратегические инсайты для руководства компании. Такая эволюция роли финансовых специалистов отражает тенденцию перехода от традиционного учета и контроля к активному участию в формировании бизнес-стратегии. Финансовые менеджеры становятся стратегическими партнерами,

вовлеченными в процесс разработки и реализации долгосрочных планов развития предприятия.

Наряду с этим финансовые подразделения выступают в качестве драйверов инноваций, иницируя и поддерживая проекты, направленные на внедрение новых технологий, повышение эффективности и развитие конкурентных преимуществ компании. Важное место в деятельности аналитических центров занимает управление рисками, которое осуществляется на основе интегрированного подхода и предполагает комплексную оценку финансовых, операционных и стратегических факторов.

Значимым направлением является также систематический мониторинг эффективности, включающий отслеживание ключевых показателей результативности (KPI) и своевременную корректировку стратегии в зависимости от динамики внутренней и внешней среды. Таким образом, финансовые подразделения в современных условиях выходят за рамки традиционной роли и становятся центрами экспертных знаний, обеспечивающими устойчивое развитие бизнеса и его адаптацию к изменениям рынка.

Современная роль финансового менеджмента в корпоративном управлении выходит далеко за рамки традиционного учета и контроля. Финансовые лидеры становятся ключевыми участниками стратегического планирования, влияя на принятие решений на всех уровнях организации.

Расширение функций CFO и финансовых команд отражает изменившиеся потребности бизнеса. От контроля финансисты переходят к активному участию в инновациях и лидерству в трансформационных процессах. Это требует развития новых компетенций: системного мышления, способности к коммуникации и лидерским навыкам.

Примеры успешного стратегического финансового управления демонстрируют компании, где финансовые службы стали центрами компетенций. Оптимизация логистики в Danone, внедрение системы Turnkey Budgeting в Arterium — это результаты интеграции финансового планирования с операционной стратегией.

Стратегическое финансовое управление представляет собой интегрированный процесс принятия ключевых решений, направленных на обеспечение устойчивого развития компании и достижение ее долгосрочных целей. Все решения в этой сфере должны рассматриваться не изолированно, а в контексте общей стратегии предприятия, его конкурентных преимуществ и перспектив роста.

Инвестиционные решения занимают центральное место в стратегическом финансовом управлении. Современная практика выходит за рамки традиционного анализа показателей NPV и IRR, акцентируя внимание на стратегической ценности активов, их способности создавать синергетические эффекты и формировать новые направления развития. Важное значение приобретает теория реальных опционов, позволяющая учитывать гибкость и адаптивность инвестиционных проектов в условиях высокой неопределенности. Применение портфельного подхода обеспечивает сбалансированное распределение рисков и формирование оптимальной структуры инвестиционных активов.

Не менее значимым элементом является формирование структуры финансирования. Финансовые менеджеры стремятся к оптимальному сочетанию заемного и собственного капитала, что позволяет минимизировать средневзвешенную стоимость капитала (WACC) и одновременно сохранить достаточную финансовую гибкость. При этом учитываются возможности применения финансового левериджа, а также привлечение альтернативных источников капитала, включая венчурное финансирование, облигационные займы и гибридные инструменты.

Важным направлением стратегического финансового управления выступает управление ликвидностью. Поддержание достаточных резервов необходимо для обеспечения операционной устойчивости и реализации стратегических возможностей компании. В этих целях широко применяются прогнозирование денежных потоков, использование кредитных линий и размещение временно свободных средств в краткосрочные инвестиционные инструменты.

Завершающим элементом системы стратегических решений является формирование дивидендной политики, которая должна учитывать баланс между интересами акционеров и потребностями компании в реинвестировании капитала. Устойчивость выплат, ожидания инвесторов и необходимость финансирования долгосрочных проектов рассматриваются в комплексе, что позволяет обеспечить гармоничное сочетание интересов собственников и стратегического развития бизнеса. Таким образом, стратегическое финансовое управление охватывает весь спектр решений, связанных с инвестициями, структурой финансирования, ликвидностью и дивидендной политикой. Его эффективность определяется способностью интегрировать эти решения в единую стратегическую модель, ориентированную на создание долгосрочной стоимости компании.

Финансовый менеджмент оказывает существенное влияние не только на результаты деятельности компании, но и на формирование корпоративной культуры, а также на развитие инновационных процессов. Важным аспектом является создание культуры доверия, основанной на прозрачности финансовой информации и делегировании полномочий. Открытость в финансовых вопросах способствует повышению ответственности сотрудников, укрепляет их вовлеченность и формирует основу для эффективного взаимодействия внутри организации.

Наряду с этим финансовый менеджмент играет ключевую роль в стимулировании инноваций. Использование финансовых механизмов поддержки творческих инициатив и экспериментальных проектов позволяет формировать внутреннюю среду, благоприятную для развития новых идей. Существенное значение имеют инвестиции в научные исследования, опытно-конструкторские разработки и стартапы, которые создают потенциал для технологического прогресса и укрепления конкурентных позиций компании. Грамотная финансовая политика способствует не только эффективному распределению ресурсов, но и формированию культуры доверия,

стимулированию инновационной активности и долгосрочному развитию организации.

Финансовый менеджмент играет ключевую роль в формировании корпоративной культуры. Прозрачность финансовой информации, честность в отчетности и этичность в принятии решений создают атмосферу доверия, которая необходима для эффективной работы команд.

Культура доверия и прозрачности становится основой для инноваций. Когда сотрудники понимают финансовое состояние компании и видят связь между своей работой и результатами, они более мотивированы предлагать улучшения и участвовать в инновационных проектах.

Роль финансовых лидеров в стимулировании инноваций выходит за рамки простого выделения бюджета на НИОКР. Они создают финансовые механизмы, которые поощряют творчество и экспериментирование, такие как внутренние венчурные фонды, системы грантов для инновационных проектов и метрики оценки, учитывающие долгосрочную ценность инноваций.

Традиционная роль финансистов

- Контроль бюджета
- Подготовка отчетов
- Мониторинг расходов
- Соблюдение процедур

Современная роль финансистов

- Стратегическое консультирование
- Анализ трендов и инсайты
- Поддержка инноваций
- Лидерство в изменениях

Трансформация от "генераторов отчетов" к "стратегическим бизнес-партнерам" требует развития новых навыков и изменения мышления. Современные финансисты должны уметь анализировать большие данные, понимать операционные процессы и эффективно коммуницировать с различными стейкхолдерами.

9.4-§. Финансовое управление в условиях устойчивого развития

Финансовое управление в условиях устойчивого развития приобретает стратегическое значение, так как компании сталкиваются с возрастающим влиянием экологических, социальных и управленческих факторов на свою деятельность. Одним из ключевых проявлений данной тенденции является рост объемов ESG-инвестиций, которые в 2025 году демонстрируют существенное увеличение по сравнению с предыдущим периодом. Такая динамика отражает стремление инвесторов направлять капитал в организации, способные обеспечить долгосрочную устойчивость и минимизировать нефинансовые риски.

Институциональные инвесторы все чаще рассматривают наличие ESG-отчетности в качестве обязательного условия для принятия инвестиционных решений. Это усиливает требования к компаниям в сфере прозрачности и подотчетности, а также стимулирует развитие интегрированной отчетности, объединяющей финансовые и нефинансовые показатели.

Еще одним важным аспектом является формирование так называемой «премии за устойчивость». Эмпирические исследования показывают, что компании с высокими ESG-рейтингами торгуются с премией к рыночным мультипликаторам, поскольку воспринимаются как более надежные и перспективные в долгосрочной перспективе. В результате устойчивое развитие становится не только элементом корпоративной социальной ответственности, но и фактором, непосредственно влияющим на стоимость бизнеса и его конкурентоспособность.

Устойчивое развитие перестало быть модным трендом и стало стратегическим императивом. ESG-факторы (Environmental, Social, Governance) активно интегрируются в финансовое планирование и оценку проектов, влияя на инвестиционные решения и стоимость капитала. Рост значимости ESG-факторов в 2025 году обусловлен несколькими драйверами: ужесточением регулирования, растущими требованиями инвесторов, изменением потребительских

предпочтений и осознанием долгосрочных рисков, связанных с климатическими изменениями и социальными проблемами.

Зеленые облигации становятся одним из наиболее значимых инструментов финансирования экологически ориентированных проектов. К 2024 году объем мирового рынка этих ценных бумаг превысил 500 млрд долларов, что свидетельствует о возрастающем интересе инвесторов к устойчивым финансовым инструментам. Параллельно усиливается интеграция ESG-факторов в традиционные финансовые модели: экологические и социальные риски все чаще включаются в процессы инвестиционной оценки и кредитного анализа, что позволяет более полно учитывать потенциальные угрозы и возможности для бизнеса. Важное значение приобретает также финансирование устойчивых технологий, включая clean tech, энергоэффективные решения и проекты циркулярной экономики. Такие инвестиции формируют не только основу для снижения экологического воздействия, но и становятся источником долгосрочных конкурентных преимуществ компаний, укрепляя их позиции на глобальных рынках капитала.

Практические примеры интеграции ESG-принципов в финансовое управление включают создание зеленых облигаций для финансирования экологических проектов, внедрение carbon pricing в инвестиционные модели и разработку KPI, связанных с устойчивым развитием. Компании также создают специальные комитеты по устойчивому развитию на уровне совета директоров. Влияние ESG-факторов на стоимость капитала становится все более заметным. Компании с высокими ESG-рейтингами получают доступ к капиталу по более низкой стоимости, поскольку инвесторы рассматривают их как менее рискованные в долгосрочной перспективе.

Современный финансовый менеджмент все в большей степени подвержен влиянию глобальных трендов устойчивого развития, формирующих новые стандарты корпоративного управления и отчетности. Одним из ключевых факторов выступает усиление регулятивного давления. Европейский Green Deal, таксономия ЕС и требования Комиссии по ценным бумагам и биржам США являются

лишь частью международных инициатив, направленных на введение обязательных стандартов ESG-отчетности. Это приводит к тому, что компании вынуждены адаптировать свою финансовую политику в соответствии с новыми нормативными рамками и требованиями инвесторов.

Параллельно наблюдается активное внедрение цифровых решений для управления устойчивостью. Использование IoT-технологий, блокчейна и искусственного интеллекта позволяет более точно отслеживать углеродный след, контролировать устойчивость цепочек поставок и автоматизировать процессы подготовки ESG-отчетности. Такие инструменты не только повышают прозрачность, но и создают основу для интеграции устойчивых практик в операционные процессы компаний.

Третий важный тренд связан с необходимостью долгосрочной стратегической адаптации. В финансовое планирование все чаще включаются климатические сценарии, а инвестиционные портфели проходят стресс-тестирование на устойчивость к экологическим и социальным рискам. Это позволяет компаниям учитывать долгосрочные последствия климатических изменений и формировать устойчивые модели развития, ориентированные на снижение уязвимости и повышение конкурентоспособности в условиях глобальных трансформаций.

Регулятивный ландшафт в области устойчивого финансирования быстро развивается. Европейский Green Deal устанавливает амбициозные цели по достижению углеродной нейтральности к 2050 году, что требует масштабной трансформации экономики и переориентации финансовых потоков.

Таксономия ЕС создает единую классификацию устойчивых экономических активностей, что помогает инвесторам идентифицировать "зеленые" инвестиции. Американская SEC также ужесточает требования к раскрытию климатических рисков публичными компаниями.

Цифровые технологии революционизируют ESG-отчетность и мониторинг. IoT-датчики позволяют в реальном времени отслеживать

выбросы CO₂ и энергопотребление. Блокчейн обеспечивает прозрачность цепочек поставок и подтверждает происхождение устойчивых материалов. AI анализирует большие данные для выявления ESG-рисков и возможностей.

Компании, инвестирующие в цифровые ESG-платформы, сокращают время на подготовку отчетности на 70% и повышают точность данных на 85%.

Долгосрочное стратегическое планирование все чаще включает климатические сценарии и оценку физических и переходных рисков, связанных с изменением климата. Это требует развития новых методологий оценки рисков и интеграции ESG-факторов в традиционные финансовые модели.

Современные технологии становятся ключевым драйвером устойчивого развития, формируя синергию между инновациями и ESG-повесткой. Искусственный интеллект все активнее используется в сфере ESG-аналитики: алгоритмы машинного обучения позволяют анализировать спутниковые снимки для мониторинга вырубки лесов, обрабатывать данные из социальных медиа для оценки репутационных рисков и прогнозировать влияние климатических факторов на бизнес. Применение больших данных создает новые возможности для интеграции информации из различных источников — IoT-датчиков, спутниковых систем, социальных сетей и внутренних корпоративных баз. Такой подход обеспечивает формирование комплексной картины ESG-показателей компании в режиме реального времени, что повышает качество управленческих решений.

Особое значение приобретают цифровые платформы, которые интегрируют данные, аналитику и инструменты портфельного управления, создавая экосистемы для управления устойчивыми инвестициями. Параллельно развивается финтех-сегмент, предлагающий инновационные продукты, ориентированные на расширение доступа к устойчивому финансированию. Краудфандинговые механизмы и peer-to-peer платформы предоставляют малому бизнесу и физическим лицам новые каналы

привлечения капитала для экологически и социально значимых проектов.

Синергия между технологиями и устойчивым развитием создает мощные инструменты для трансформации финансовой индустрии. Искусственный интеллект не только автоматизирует ESG-отчетность, но и открывает новые возможности для анализа и прогнозирования устойчивых трендов.

Примеры использования AI в оценке экологических рисков включают анализ спутниковых данных для мониторинга вырубки лесов в цепочках поставок, обработку данных социальных сетей для оценки репутационных рисков и моделирование климатических сценариев для стресс-тестирования портфелей. Цифровые платформы для управления устойчивыми инвестициями интегрируют ESG-данные из множественных источников, предоставляя инвесторам комплексные аналитические инструменты. Эти платформы поддерживают весь инвестиционный процесс — от скрининга и анализа до мониторинга и отчетности. Финтех-инновации демократизируют доступ к устойчивому финансированию. Краудфандинговые платформы позволяют частным инвесторам участвовать в финансировании зеленых проектов, а peer-to-peer кредитование создает альтернативные каналы капитала для устойчивых инициатив.

Таким образом, цифровизация становится неотъемлемым элементом стратегии устойчивого развития, обеспечивая компаниям возможность более эффективно управлять рисками, повышать прозрачность и формировать долгосрочные конкурентные преимущества.

Вопросы для повторения

1. Какие современные тенденции характерны для финансового менеджмента?
2. В чём заключается специфика международной практики финансового управления?
3. Как финтех влияет на финансовую деятельность компаний?

4. Какие цифровые инструменты используются в финансовом менеджменте?
5. В чём роль больших данных и искусственного интеллекта в финансах?
6. Что понимается под устойчивым развитием в финансовом менеджменте?
7. Какие ESG-факторы учитываются при принятии финансовых решений?
8. Как устойчивое финансирование влияет на инвестиционную привлекательность компаний?
9. Как корпоративное управление связано с финансовым менеджментом?
10. Какие вызовы стоят перед финансовыми менеджерами в цифровой экономике?
11. Как глобализация влияет на финансовые рынки?
12. Какие риски связаны с цифровизацией финансов?
13. Как развивается финансовая система в условиях инноваций?
14. Как международные стандарты влияют на финансовое управление?
15. Какова роль финансового менеджмента в долгосрочном развитии бизнеса?
- 16.

ГЛОССАРИЙ

Активы — совокупность имущества и имущественных прав предприятия, отражённых в бухгалтерском балансе и используемых для получения экономических выгод.

Амортизация — процесс постепенного переноса стоимости основных средств и нематериальных активов на себестоимость продукции в течение срока их полезного использования.

Аудит — независимая проверка бухгалтерской (финансовой) отчётности организации с целью выражения мнения о её достоверности.

Банкротство — признанная в установленном законом порядке финансовая несостоятельность предприятия, выражающаяся в неспособности удовлетворять требования кредиторов.

Бюджетирование — система финансового планирования, контроля и анализа доходов, расходов и денежных потоков предприятия.

Выручка — денежные средства, полученные предприятием от реализации продукции, работ или услуг.

Дебиторская задолженность — сумма задолженности контрагентов предприятию по расчетам за товары, работы и услуги.

Деловая активность — характеристика эффективности использования ресурсов предприятия, выражающаяся скоростью их оборачиваемости.

Денежные потоки — движение денежных средств предприятия в процессе операционной, инвестиционной и финансовой деятельности.

Дивиденды — часть прибыли акционерного общества, распределяемая между акционерами пропорционально их доле участия.

Дивидендная политика — система принципов и методов распределения прибыли между выплатой дивидендов и её реинвестированием.

Дисконтирование — процесс приведения будущих денежных потоков к их текущей стоимости.

Заёмный капитал — привлечённые предприятием средства, подлежащие возврату на условиях срочности и платности.

Инвестиции — вложение капитала в различные объекты с целью получения дохода или иного полезного эффекта.

Инвестиционный проект — комплекс взаимосвязанных мероприятий, направленных на реализацию инвестиционных целей.

Инвестиционный риск — вероятность отклонения фактических результатов инвестиционной деятельности от ожидаемых.

Капитал — совокупность ресурсов и активов, используемых в хозяйственной деятельности с целью получения дохода.

Коэффициенты ликвидности — показатели, характеризующие способность предприятия своевременно погашать краткосрочные обязательства.

Ликвидность — способность активов предприятия быстро превращаться в денежные средства без существенной потери стоимости.

Нераспределённая прибыль — часть чистой прибыли предприятия, оставшаяся в его распоряжении после выплаты дивидендов.

Оборотный капитал — совокупность текущих активов предприятия, полностью потребляемых в течение одного производственного цикла.

Операционный цикл — период времени от приобретения ресурсов до получения денежных средств от реализации продукции.

Пассивы — источники формирования активов предприятия, включающие собственный и заёмный капитал.

Платёжеспособность — способность предприятия своевременно и полностью выполнять свои финансовые обязательства.

Прибыль — финансовый результат деятельности предприятия, представляющий собой превышение доходов над расходами.

Рентабельность — относительный показатель эффективности, отражающий уровень доходности капитала, активов или продаж.

Собственный капитал — средства, принадлежащие собственникам предприятия и не подлежащие возврату.

Стоимость предприятия — экономическая ценность бизнеса как объекта инвестирования и управления.

Финансовая устойчивость — способность предприятия поддерживать оптимальное соотношение между активами и источниками их формирования.

Финансовое планирование — процесс определения потребности в финансовых ресурсах и путей их использования.

Финансовый менеджмент — система управления финансами предприятия, направленная на повышение его стоимости и обеспечение устойчивого развития.

Финансовый результат — итог деятельности предприятия за определённый период, выраженный в форме прибыли или убытка.

Финансовые ресурсы — совокупность денежных средств, находящихся в распоряжении государства, предприятий и организаций.

Финансовый рынок — система экономических отношений по перераспределению финансовых ресурсов через куплю-продажу финансовых инструментов.

Чистые активы — разница между стоимостью активов предприятия и величиной его обязательств.

Чистый денежный поток — разница между поступлениями и выплатами денежных средств за определённый период.

ESG-факторы — экологические, социальные и управленческие аспекты деятельности компании, учитываемые при принятии финансовых решений.

NPV (чистая приведённая стоимость) — показатель эффективности инвестиционного проекта, отражающий разницу между приведёнными доходами и затратами.

IRR (внутренняя норма доходности) — ставка дисконтирования, при которой чистая приведённая стоимость инвестиционного проекта равна нулю.

Список использованных литератур

Нормативные акты Республики Узбекистан

1. Республика Узбекистан. Закон. Об аудиторской деятельности: Закон Республики Узбекистан от 25 февраля 2021 г. № ЗРУ-677 // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан. – Ташкент, 2021.
2. Республика Узбекистан. Закон. О бухгалтерском учёте и финансовой отчётности: Закон Республики Узбекистан от 13 апреля 2016 г. № ЗРУ-404 // Собрание законодательства Республики Узбекистан. – Ташкент, 2016.
3. Республика Узбекистан. Налоговый кодекс: принят 30 декабря 2019 г. № ЗРУ-599 // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан. – Ташкент, 2020.
4. Республика Узбекистан. Закон. О банках и банковской деятельности: Закон Республики Узбекистан от 5 ноября 2019 г. № ЗРУ-580 // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан. – Ташкент, 2019.
5. Республика Узбекистан. Закон. О рынке ценных бумаг: Закон Республики Узбекистан от 3 июля 2008 г. № ЗРУ-163 // Собрание законодательства Республики Узбекистан. – Ташкент, 2008.
6. Республика Узбекистан. Постановление Кабинета Министров. Об утверждении Положения о порядке лицензирования аудиторской деятельности: Постановление КМ РУз от 13 марта 2019 г. № 218 // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан. – Ташкент, 2019.

Учебники и монографии

7. Бригхэм Ю. Ф., Эрхардт М. К. Финансовый менеджмент: теория и практика : пер. с англ. – СПб. : Питер, 2020. – 1248 с.
8. Майерс С., Брейли Р., Аллен Ф. Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. – М. : Вильямс, 2019. – 1024 с.

9. Дамодаран А. Инвестиционная оценка : инструменты и методы оценки любых активов : пер. с англ. – М. : Альпина Паблишер, 2021. – 896 с.
10. Шим Дж. К., Сигел Дж. Г. Финансовый менеджмент. Полный курс : пер. с англ. – М. : Омега-Л, 2018. – 624 с.
11. Стоянова Е. С. Финансовый менеджмент. – М. : Юрайт, 2022. – 823 с.
12. Ковалёв В. В. Финансовый анализ : управление капиталом. – М. : Финансы и статистика, 2019. – 720 с.
13. Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента. – М. : Финансы и статистика, 2021. – 432 с.
14. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента : учебник. – Киев : Ника-Центр, 2019. – 640 с.
15. Ross S. A., Westerfield R., Jaffe J. Corporate Finance. – 12th ed. – New York : McGraw-Hill, 2019. – 1056 p.
16. Berk J., DeMarzo P. Corporate Finance. – 6th ed. – Boston : Pearson, 2021. – 1184 p.
17. Damodaran A. Corporate Finance: Theory and Practice. – 4th ed. – Hoboken : Wiley, 2021. – 992 p.
18. Hillier D., Grinblatt M., Titman S. Financial Markets and Corporate Strategy. – 4th ed. – McGraw-Hill, 2020. – 888 p.
19. Higgins R. Analysis for Financial Management. – 12th ed. – New York : McGraw-Hill, 2021. – 560 p.
20. Van Horne J., Wachowicz J. Fundamentals of Financial Management. – 15th ed. – Harlow : Pearson, 2020. – 720 p.

Научные статьи и исследования

21. Kaplan R., Norton D. The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance // Harvard Business Review. – 1992. – Vol. 70 (1). – P. 71–79.
22. Jensen M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // American Economic Review. – 1986. – Vol. 76 (2). – P. 323–329.

23. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. – 1958. – Vol. 48 (3). – P. 261–297.
24. Fama E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work // Journal of Finance. – 1970. – Vol. 25 (2). – P. 383–417.
25. Myers S. C. Determinants of Corporate Borrowing // Journal of Financial Economics. – 1977. – Vol. 5 (2). – P. 147–175.
26. Black F., Scholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities // Journal of Political Economy. – 1973. – Vol. 81 (3). – P. 637–654.
27. Sharpe W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // Journal of Finance. – 1964. – Vol. 19 (3). – P. 425–442.
28. Porter M. E. Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance. – New York : Free Press, 1985. – 592 p.
29. Tirole J. The Theory of Corporate Finance. – Princeton : Princeton University Press, 2017. – 656 p.
30. Brealey R., Myers S., Allen F. Principles of Corporate Finance. – 13th ed. – New York : McGraw-Hill, 2020. – 1080 p.

Практические руководства и справочники

31. CFA Institute. CFA Program Curriculum 2025. – Charlottesville : CFA Institute, 2025. – 6 vols.
32. IFRS Foundation. International Financial Reporting Standards (IFRS). – London : IFRS Foundation, 2024.
33. OECD. Corporate Governance Factbook 2023. – Paris : OECD Publishing, 2023. – 340 p.
34. World Bank. Global Financial Development Report 2024. – Washington, DC : World Bank, 2024. – 250 p.
35. IMF. Fiscal Monitor : Public Sector Balance Sheets. – Washington, DC : IMF, 2024. – 198 p.
36. Basel Committee on Banking Supervision. Basel III: Finalising post-crisis reforms. – Basel : BIS, 2019. – 120 p.

37. PwC. Global Economic Crime and Fraud Survey 2023. – London : PwC, 2023. – 96 p.
38. Deloitte. CFO Survey 2024. – London : Deloitte, 2024. – 45 p.
39. EY. Global Corporate Reporting Survey 2023. – London : Ernst & Young, 2023. – 54 p.
40. KPMG. Future of Finance 2024. – Amsterdam : KPMG, 2024. – 62 p.

Дополнительные современные источники

41. Brynjolfsson E., McAfee A. The Second Machine Age. – New York : W. W. Norton, 2014. – 320 p.
42. Christensen C. M. The Innovator's Dilemma. – Boston : Harvard Business School Press, 2016. – 288 p.
43. Shiller R. J. Irrational Exuberance. – 3rd ed. – Princeton : Princeton University Press, 2015. – 392 p.
44. Taleb N. N. The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable. – 2nd ed. – New York : Random House, 2010. – 444 p.
45. Schwab K. The Fourth Industrial Revolution. – Geneva : World Economic Forum, 2016. – 198 p.
46. OECD. ESG Investing and Sustainability Reporting. – Paris : OECD Publishing, 2023. – 120 p.
47. UNCTAD. World Investment Report 2024. – Geneva : United Nations, 2024. – 230 p.
48. McKinsey & Company. The Future of Finance 2025. – New York : McKinsey, 2025. – 78 p.
49. Accenture. Finance 2025: Digital Transformation in Financial Management. – Dublin : Accenture, 2024. – 64 p.
50. Gartner. Finance AI Survey 2025. – Stamford : Gartner, 2025. – 40 p.