Materiallar to’plami · Conference Proceedings

“Iqtisodiy, ijtimoiy va madaniy huquqlarni ta’minlash: global chaqiriqlar va milliy yechimlar(Fuqarolarning iqtisodiy, ijtimoiy va madaniy huquqlari: transmilliy muammolar va ularni hal etish mexanizmlari)”

IQTISODIY, IJTIMOIY VA MADANIY HUQUQLARNI TA’MINLASH: GLOBAL CHAQIRIQLAR VA MILLIY YECHIMLAR

01 October – 14 November 2026

UDK 336

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ ФЕРГАНСКОЙ ОБЛАСТИ: СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ЗА 2015-2025 ГОДЫ

Абдусалом Абдумаликович Сиддиков*

соискатель Ферганского государственного университета (PhD)

ИНФОРМАЦИЯ О СТАТЬЕ

✉ abdusalom1@gmail.com

DOI: 10.5281/zenodo.24352149

Ключевые слова:

инвестиционная деятельность, финансовая устойчивость, промышленное предприятие, модернизация, долговая нагрузка, оборачиваемость активов, модель Дюпона, Ферганская область.

АННОТАЦИЯ

В статье проведён сравнительный анализ инвестиционной деятельности и финансовой устойчивости трёх крупных промышленных предприятий Ферганской области - «Ферганский нефтеперерабатывающий завод», АО «Ферганаазот» и АО «Indorama Kokand Fertilizers and Chemicals»- за 2015-2025 гг. На основе финансовой отчётности рассчитаны показатели рентабельности, финансовой устойчивости, ликвидности и долговой нагрузки, применены мультипликативная индексная модель и модель Дюпона. Выделены три модели финансирования инвестиций и показано, что различия в результатах определяются не объёмом инвестиций, а скоростью превращения вложенного капитала в производственные мощности.

ВВЕДЕНИЕ

Обновление производственного капитала промышленных предприятий - одно из условий реализации Стратегии «Узбекистан- 2030» [1]; правовые основы инвестиционной деятельности определены Законом Республики Узбекистан «Об инвестициях и инвестиционной деятельности» [2]. Объём освоенных инвестиций в основной капитал в республике увеличился с 16 463,7 млрд сум в 2010 г. до 591 141,0 млрд сум в 2025 г., в Ферганской области - с 2 542,3 млрд сум в 2015 г. до 32 466,8 млрд сум в 2025 г., т.е. в 12,8 раза [3]. Привлечённые средства порождают обязательства по возврату долга, уплате процентов и валютному риску. Поэтому результат зависит не только от объёма инвестиций, но и от источников их финансирования и скорости превращения капитала в действующие мощности.

Цель статьи -на материалах трёх крупных промышленных предприятий Ферганской области - «Ферганский нефтеперерабатывающий завод» (далее - ФНПЗ), АО «Ферганаазот» и АО «Indorama Kokand Fertilizers and Chemicals» (далее - АО «Indorama Kokand»), различающихся формой собственности и источниками финансирования модернизации, - выявить, как модель финансирования инвестиций влияет на финансовую устойчивость и результативность предприятия в 2015-2025 гг.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Теория акселератора Дж.М. Кларка связывает потребность в капитале с динамикой спроса [4, С. 217-235], теория «q» Дж. Тобина- с соотношением рыночной и восстановительной стоимости капитала

[5, С. 15-29], портфельная теория Г. Марковица - с соотношением доходности и риска [6, С. 77-91]. Согласно теории иерархии источников финансирования, С. Майерса, предприятия сначала используют внутренние средства, затем заёмный капитал и лишь в последнюю очередь - выпуск акций [7, С. 574-592].

В отечественной литературе Г.Ш. Хонкелдиева исследовала организационно-экономический механизм управления инвестиционной деятельностью в сфере телекоммуникаций [8, С. 146-150], О.Ш. Сабиров - кластерный подход к управлению инвестиционными проектами в химической промышленности [9, С. 27-46], А.Ю. Абдуллаев и О.О. Эшкузиев - оценку рисков инвестиционных проектов промышленных предприятий Узбекистана [10, С. 1-10]. Б.М. Узаков отметил, что мощности ФНПЗ в последние годы загружались примерно на 40%, а в 2020 г. 88,4% себестоимости составляли покупные сырьё и материалы [11, С. 132-139]. Однако сравнительный анализ предприятий с разными моделями финансирования инвестиций на длительном временном ряду в этих работах не проводился.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Информационную базу составили бухгалтерские балансы (форма № 1) и отчёты о финансовых результатах (форма № 2) предприятий за 2015-2025 гг. [12; 13; 14]; стоимостные показатели приведены в текущих ценах. Рассчитаны чистая и валовая рентабельность, рентабельность собственного капитала (ROE), коэффициенты финансовой независимости (доля собственного капитала в активах), абсолютной ликвидности (отношение денежных средств к текущим обязательствам) и износа основных средств, а также объём кредитов и займов. Динамика выручки за 2021-2025 гг. разложена на факторы по мультипликативной индексной модели:

$$I = I \times I \qquad (1)$$

где I_B - индекс чистой выручки, I_A - индекс совокупных активов, I_K - индекс оборачиваемости активов. Рентабельность активов (ROA) разложена по двухфакторной модели Дюпона:

$$ROA = = \times \qquad (2)$$

где ЧП - чистая прибыль, В - чистая выручка, А - стоимость совокупных активов. Показатели модели (2) за 2021-2025 гг. рассчитаны по суммарным за пять лет значениям чистой прибыли, выручки и стоимости активов на конец года.

АНАЛИЗ И РЕЗУЛЬТАТЫ

В 2022 г. ФНПЗ был продан частному инвестору за 100 млн долл. США [15], а в июне 2026 г. возвращён в государственную собственность [16]. Стоимость проекта модернизации завода составляет 398,9 млн долл. США, 62,8% привлечённых средств - кредиты АО «Газпромбанк». По состоянию на 1 декабря 2025 г. финансирование обеспечено на 99,8%, а освоено лишь 200 млн долл., или 50,1% стоимости проекта [17].

Таблица 1

Основные финансовые показатели ФНПЗ за 2015-2025 гг.

Год	Чистая выручка, млрд сум	Чистая прибыль, млрд сум	Чистая рента-бель-ность, %	Валовая рента-бель-ность, %	ROE, %	Финан-совая незави-симость, %	Абсолют-ная ликвид-ность	Износ основ-ных средств, %	Кредиты и займы, млрд сум
2015	1 072,5	135,5	12,6	39,5	265,8	3,4	0,013	71,5	158,0
2016	1 252,6	72,7	5,8	44,5	67,1	12,9	0,018	49,1	172,5
2017	1 399,0	38,2	2,7	10,6	24,9	7,1	0,015	64,3	111,0
2018	2 543,9	43,7	1,7	14,6	16,6	21,4	0,034	62,1	168,3
2019	2 968,4	357,1	12,0	43,5	60,5	43,1	0,037	71,0	103,2
2020	2 676,4	12,4	0,5	31,0	1,8	35,1	0,016	77,6	375,1
2021	3 573,9	23,7	0,7	18,3	3,8	30,8	0,089	79,9	867,7
2022	2 037,4	19,3	0,9	16,6	3,0	19,9	0,028	90,4	1 804,9

Год	Чистая выручка, млрд сум	Чистая прибыль, млрд сум	Чистая рента-бель-ность, %	Валовая рента-бель-ность, %	ROE, %	Финан-совая незави-симость, %	Абсолют-ная ликвид-ность	Износ основ-ных средств, %	Кредиты и займы, млрд сум
2023	1 472,1	469,6	31,9	34,7	44,3	25,0	0,130	87,4	4 328,5
2024	2 154,9	236,1	11,0	28,4	12,2	31,0	0,030	92,9	4 528,2
2025	1 982,3	−538,1	−27,1	22,7	−22,1	26,4	0,0002	83,3	4 844,1

Источник: расчёты автора по данным ФНПЗ (формы № 1 и № 2) [12].

Выручка завода выросла с 1 072,5 млрд сум в 2015 г. до максимума 3 573,9 млрд сум в 2021 г. и сократилась до 1 982,3 млрд сум в 2025 г. (табл. 1, рис. 1). Кредиты и займы в период модернизации увеличились со 158,0 до 4 844,1 млрд сум (почти в 31 раз), активы в 2025 г. достигли 9 311,2 млрд сум при финансовой независимости 26,4% (рис. 2).

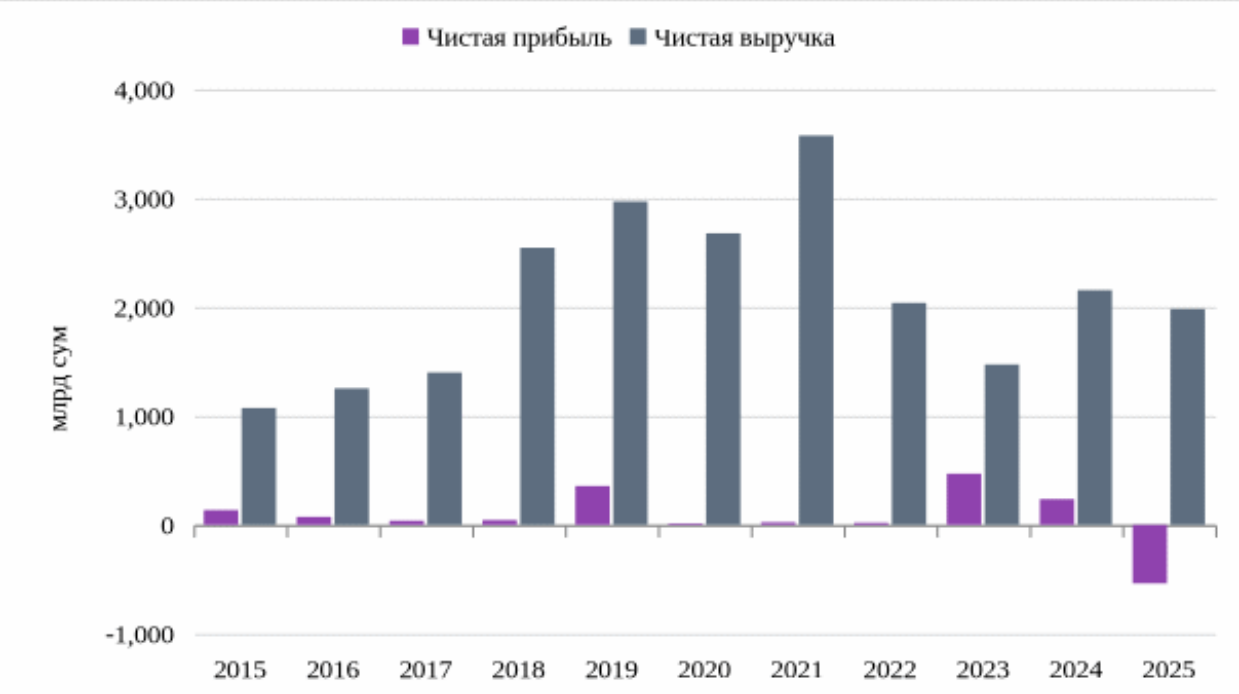


Рис. 1. Выручка и чистая прибыль ФНПЗ, млрд сум
Источник: составлено автором по данным табл. 1.

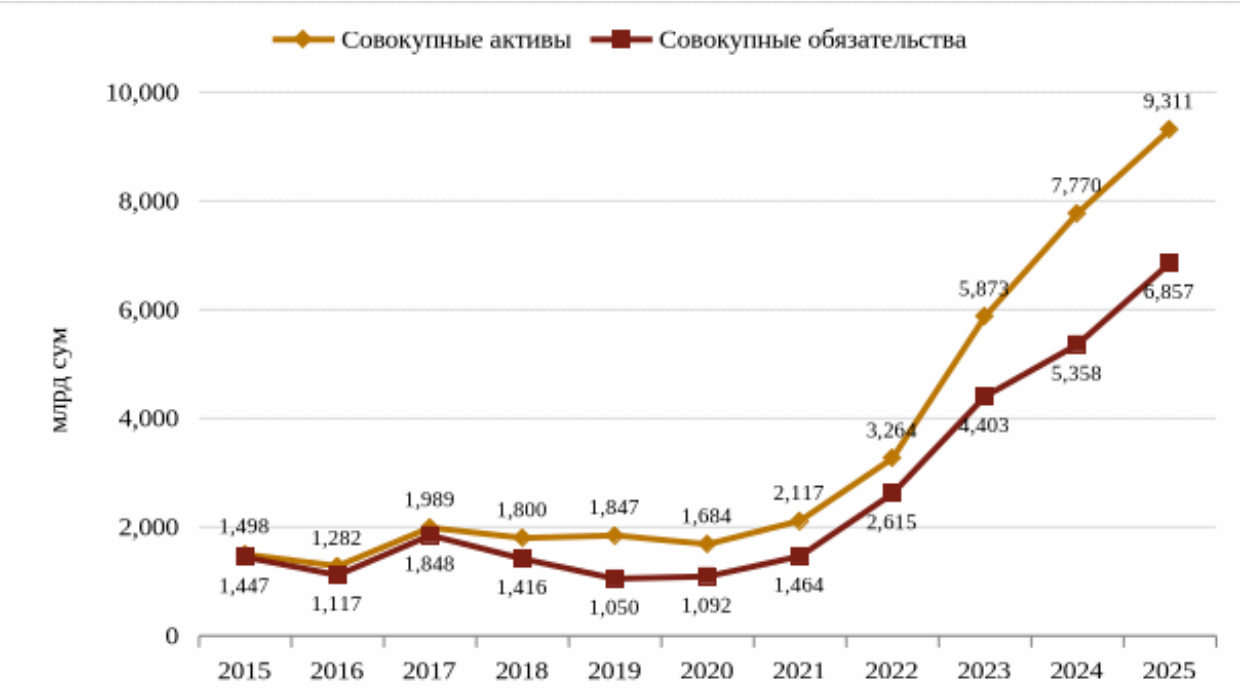


Рис. 2. Активы и обязательства ФНПЗ, млрд сум

Источник: составлено автором по данным [12].

Износ основных средств на уровне 83-93% в 2022-2025 гг. означает, что основная часть инвестиций находится в объектах, ещё не введённых в эксплуатацию, а абсолютная ликвидность в 2024-2025 гг. не превышала 0,03. После прибыли 469,6 млрд сум в 2023 г. в 2025 г. получен убыток 538,1 млрд сум (чистая рентабельность −27,1%). Нулевые в 2025 г. процентные расходы при долге 4 844,1 млрд сум указывают на капитализацию процентов в стоимости строительства.

АО «Ферганаазот» - производитель азотных минеральных удобрений. В 2023 г. акции общества были проданы компании Indorama Corporation [18], а постановлением Президента Республики Узбекистан № ПП-242 определены меры по эффективному использованию его производственных мощностей [19].

В 2015-2018 гг. при росте выручки с 440,8 до 917,5 млрд сум чистая рентабельность составляла 0,1-0,9%, а финансовая независимость в 2015-2016 гг. - 14,4-16,4%. В 2020-2022 гг. чистая прибыль достигала 233,8-348,8 млрд сум (рентабельность 12,9-19,2%), кредиты сократились с 244,6 млрд сум до нуля, финансовая независимость выросла до 79,8-86,7%. Модернизация по постановлению № ПП-4265 [20] финансировалась в основном за счёт внутренних источников, что соответствует теории иерархии источников финансирования [7, С. 574-592], однако износ основных средств вырос с 57,0 до 63,7%.

Таблица 2

Основные финансовые показатели АО «Ферганаазот» за 2015-2025 гг.

Год	Чистая выручка, млрд сум	Чистая прибыль, млрд сум	Чистая рента-бель-ность, %	Коммер-ческие расходы / выручка, %	ROE, %	Финан-совая незави-симость, %	Абсолют-ная ликвид-ность	Износ основ-ных средств, %	Кредиты и займы, млрд сум
2015	440,8	0,4	0,1	1,8	0,2	16,4	0,028	40,8	267,0
2016	677,1	0,4	0,1	1,4	0,2	14,4	0,038	43,8	268,6
2017	611,9	1,2	0,2	3,6	0,2	47,7	0,265	44,1	540,3
2018	917,5	7,8	0,9	3,6	0,7	67,4	0,246	48,1	464,0
2019	1 182,9	158,2	13,4	3,1	14,1	69,1	0,060	48,4	406,8
2020	1 521,6	292,6	19,2	2,6	24,6	79,8	0,154	57,0	244,6
2021	2 005,2	348,8	17,4	2,4	24,0	86,7	1,414	61,3	109,0
2022	1 819,3	233,8	12,9	2,4	15,6	81,2	0,030	63,7	0,0
2023	1 920,6	229,2	11,9	2,8	15,2	77,8	0,009	67,8	162,5

Год	Чистая выручка, млрд сум	Чистая прибыль, млрд сум	Чистая рента-бель-ность, %	Коммер-ческие расходы / выручка, %	ROE, %	Финан-совая незави-симость, %	Абсолют-ная ликвид-ность	Износ основ-ных средств, %	Кредиты и займы, млрд сум
2024	2 127,0	76,2	3,6	7,0	4,7	78,2	0,140	71,5	64,1
2025	2 726,7	101,8	3,7	15,5	5,4	87,8	0,149	69,0	60,7

Источник: расчёты автора по годовым отчётам АО «Ферганаазот» (формы № 1 и № 2) [13]. Коэффициент абсолютной ликвидности - отношение денежных средств к текущим обязательствам.



Рис. 3. Выручка и чистая прибыль АО «Ферганаазот», млрд сум

Источник: составлено автором по данным табл. 2.

После приватизации выручка в 2024-2025 гг. выросла на 28,2% (до 2 726,7 млрд сум), но чистая рентабельность снизилась с 11,9% (2023 г.) до 3,6-3,7% из-за роста коммерческих расходов с 2,8 до 15,5% выручки (с 54,1 до 421,8 млрд сум). В первом полугодии 2026 г. выручка сократилась на 23,8%, получен убыток 100,7 млрд сум [13]. В целом за 2015-2025 гг. выручка выросла в 6,2 раза, активы - с 1 425,4 до 2 424,5 млрд сум, а обязательства сократились с 1 554,4 млрд сум (2016 г.) до 296,4 млрд сум (рис. 3, 4).

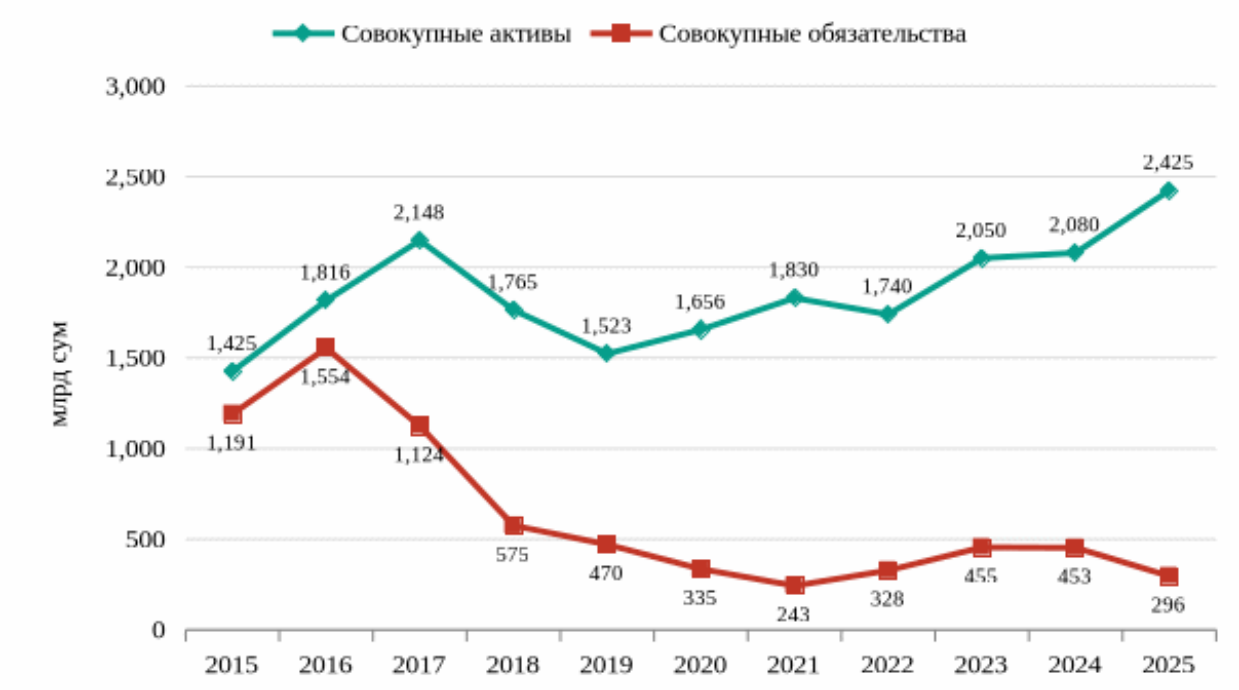


Рис. 4. Активы и обязательства АО «Ферганаазот», млрд сум

Источник: составлено автором по данным [13].

АО «Indorama Kokand» (бывший Кокандский суперфосфатный завод) производит фосфорсодержащие и сложные минеральные удобрения; в 2019 г. 96% его акций перешли к Indorama Holdings B.V. [14].

До приватизации (2015-2018 гг.) чистая рентабельность не превышала 0,8%, производство составляло 30-39% проектной мощности, а в 2019-2020 гг. совокупный убыток составил 26,3 млрд сум. После модернизации в 2021-2022 гг. выручка выросла с 292,6 до 620,4 млрд сум, чистая рентабельность - до 20,1-27,2%, чему способствовало и освобождение от налога на прибыль на 10 лет как участника свободной экономической зоны «Коканд». В 2023-2024 гг. кредиты второго этапа выросли с 519,8 до 720,3 млрд сум, а отрицательные курсовые разницы (46,0 и 35,4 млрд сум) привели в 2024 г. к убытку 27,2 млрд сум. В 2025 г. выручка составила 903,7 млрд сум, чистая прибыль - 97,7 млрд сум, экспорт - 55,8 млн долл. США (77,6% продаж); акционеры одобрили привлечение кредита АКБ «Узпромстройбанк» на 70 млн долл. США [14].

Таблица 3

Основные финансовые показатели АО «Indorama Kokand» за 2015-2025 гг.

Год	Чистая выручка, млрд сум	Чистая прибыль, млрд сум	Чистая рента-бель-ность, %	Валовая рента-бель-ность, %	ROE, %	Финан-совая незави-симость, %	Абсолют-ная ликвид-ность	Износ основ-ных средств, %	Кредиты и займы, млрд сум
2015	12,1	0,010	0,08	25,3	0,01	12,2	0,000	61,4	0,0
2016	16,9	0,0045	0,03	11,3	0,05	44,0	0,000	67,0	0,0
2017	27,4	0,0053	0,02	16,9	0,04	32,2	0,096	62,6	0,0
2018	67,4	0,51	0,8	22,3	4,1	54,0	0,019	49,1	0,0
2019	63,0	−1,34	−2,1	28,8	−6,3	36,4	5,148	2,9	47,5
2020	3,2	−24,9	−773,1	47,8	−149,3	0,9	1,790	9,0	321,6
2021	292,6	58,8	20,1	48,5	174,1	12,1	0,866	7,5	419,4
2022	620,4	168,7	27,2	45,9	113,4	31,3	1,497	16,5	466,0
2023	609,7	12,6	2,1	33,5	5,3	21,8	0,119	25,7	519,8
2024	431,6	−27,2	−6,3	35,5	−11,7	18,9	0,349	17,0	720,3
2025	903,7	97,7	10,8	33,1	36,5	24,4	0,369	24,1	826,1

Источник: расчёты автора по отчётности АО «Indorama Kokand» (формы № 1 и № 2) [14].



Рис. 5. Выручка и чистая прибыль АО «Indorama Kokand», млрд сум
Источник: составлено автором по данным табл. 3.

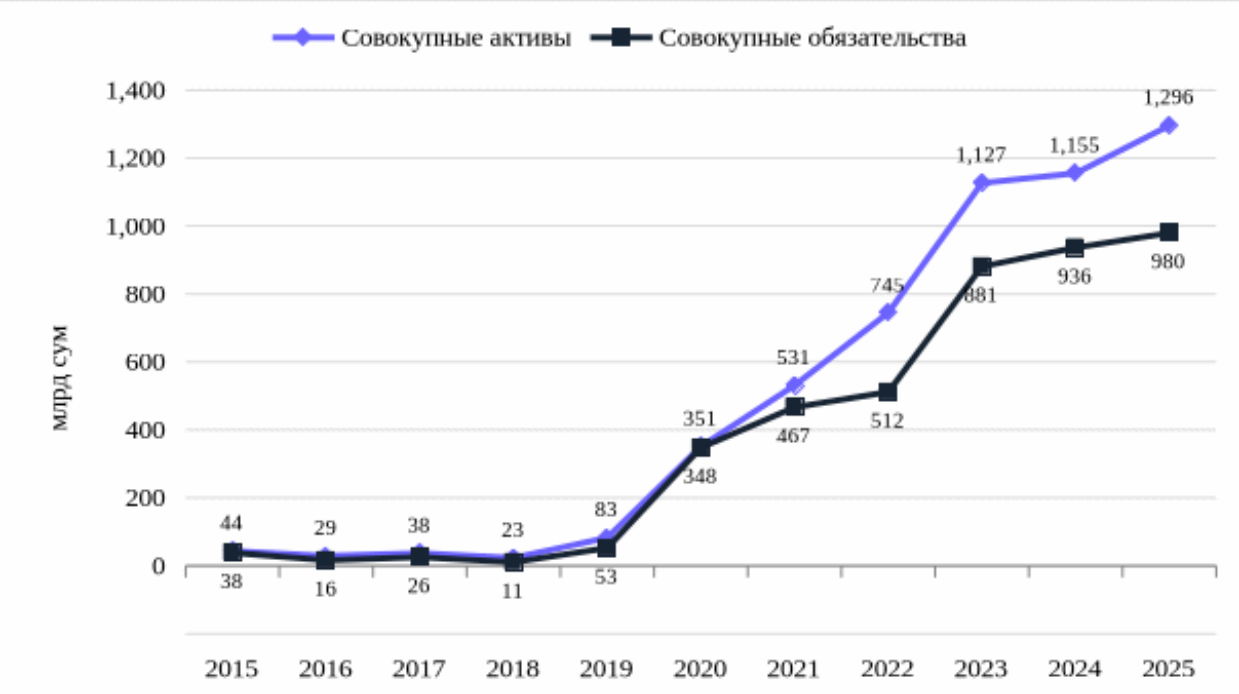


Рис. 6. Активы и обязательства АО «Indorama Kokand», млрд сум
Источник: составлено автором по данным [14].

Активы предприятия, находившиеся в 2015-2019 гг. в пределах 23,4-82,8 млрд сум, к 2025 г. выросли до 1 295,7 млрд сум, обязательства - с 52,6 млрд сум (2019 г.) до 979,5 млрд сум (рис. 6). Финансовая независимость в 2020-2025 гг. колебалась в пределах 0,9-31,3%, т.е. рост активов финансировался в основном валютным долгом.

Результаты расчётов по моделям (1) и (2) за 2021-2025 гг. приведены в табл. 4.

Таблица 4

Сравнение основных показателей предприятий за 2021-2025 гг.

Показатель	ФНПЗ	АО «Ферганаазот»	АО «Indorama Kokand»
Индекс выручки 2025/2021, раз	0,555	1,360	3,089
Индекс активов 2025/2021, раз	4,399	1,325	2,440
Индекс оборачиваемости активов 2025/2021	0,126	1,027	1,266
Оборачиваемость активов 2021 → 2025 гг., раз	1,69 → 0,21	1,10 → 1,12	0,55 → 0,70
Чистая рентабельность за 2021-2025 гг., %	1,9	9,3	10,9
Оборачиваемость активов за 2021-2025 гг., раз	0,40	1,05	0,59
ROA за 2021-2025 гг., %	0,7	9,8	6,4
Финансовая независимость, 2025 г., %	26,4	87,8	24,4

Источник: расчёты автора по данным табл. 1-3 и рис. 2, 4, 6.

Как видно из табл. 4, в АО «Ферганаазот» рост выручки обеспечен главным образом ростом активов, а ROA 9,8% - умеренной рентабельностью при стабильной оборачиваемости. В АО «Indorama Kokand» ускорение оборачиваемости в 1,266 раза означает, что мощности модернизации вовлечены в производство, но низкая оборачиваемость (0,59) ограничивает ROA. На ФНПЗ при росте активов в 4,4 раза оборачиваемость упала с 1,69 до 0,21: капитал остаётся в незавершённом строительстве и долге. Следовательно, различия в результатах определяются не объёмом инвестиций, а скоростью превращения вложенного капитала в производственные мощности.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

1. На исследуемых предприятиях сложились три модели финансирования инвестиций: модернизация за счёт внутренних источников (АО «Ферганаазот»), расширение за счёт валютных заимствований (АО «Indorama Kokand») и крупный заёмный проект, капитал которого ещё не превратился в производственные мощности (ФНПЗ).

2. Внутреннее финансирование обеспечило наибольшую финансовую устойчивость (финансовая независимость 87,8% в 2025 г.) и ROA (9,8%), а валютный долг позволил АО «Indorama Kokand» увеличить выручку за 2021-2025 гг. в 3,1 раза, но сделал результат зависимым от курсовых разниц.

3. На ФНПЗ ограничивающим фактором является не нехватка средств, а качество реализации и контроля проекта: финансирование обеспечено почти полностью, а освоена лишь половина его стоимости.

4. В организационно-экономический механизм управления инвестициями целесообразно включить постинвестиционный аудит, мониторинг оборачиваемости активов и способности обслуживать валютный долг, а также раскрытие в годовой отчётности сведений об исполнении инвестиционных программ и о капитализированных процентах.

References

[1] O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 11-sentabrdagi PF-158-son ”O'zbekiston - 2030” strategiyasi to'g'risidagi Farmoni. https://lex.uz/uz/docs/-6600413

[2] O'zbekiston Respublikasining 2019-yil 25-dekabrdagi O'RQ-598-son ”Investitsiyalar va investitsiya faoliyati to'g'risida”gi Qonuni. https://lex.uz/uz/docs/-4664142

[3] O'zbekiston Respublikasi Prezidenti huzuridagi Statistika agentligi. ”Asosiy kapitalga investitsiyalar hajmi (yillik)” ma'lumotlar to'plami. - https://siat.stat.uz

[4] Clark J.M. Business Acceleration and the Law of Demand: A Technical Factor in Economic Cycles // Journal of Political Economy. - 1917. - Vol. 25, № 3. - P. 217-235.

[5] Tobin J. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory // Journal of Money, Credit and Banking. - 1969. - Vol. 1, № 1. - P. 15-29.

[6] Markowitz H. Portfolio Selection . 1952. № 1. - P. 77-91.

[7] Myers S.C. The Capital Structure Puzzle. 1984. P. 574-592.

[8] Xonkeldiyeva G.Sh. Telekommunikatsiya sohasida investitsion faoliyatni boshqarishning tashkiliy-iqtisodiy mexanizmi // Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar. - 2019. - №11-3. - B. 146-150.

[9] Sabirov O.Sh. Kimyo sanoati korxonalarida investitsion loyihalarni boshqarish samaradorligini oshirishda klaster yondashuvini qo'llash // ”Alfraganus” xalqaro ilmiy jurnali. - 2026. - Vol. 3, №6. - B. 27-46.

[10] Abdullaev A.Y., Eshqo'ziev O.O. Empirical study of risk assessment of investment projects of industrial enterprise of Uzbekistan // SAARJ Journal on Banking & Insurance Research. - 2023. - Vol. 12, №2. - P. 1-10.

[11] Uzakov B.M. Neftni qayta ishlash korxonalari faoliyati boshqaruv tizimini takomillashtirish // Al-Farg'oniy avlodlari. - 2024. - T. 1, № 2. - B. 132-139.

[12] ”Farg'ona neftni qayta ishlash zavodi” MChJ. Asosiy moliyaviy ko'rsatkichlar, 2015-2025-yillar (buxgalteriya balansi va moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisobot ma'lumotlari, korxona taqdim etgan, 2026-yil oktabr).

[13] ”Farg'onaazot” AJ. Yillik (2015-2025-yillar) va oraliq choraklik (2015-yil - 2026-yil 6 oy) hisobotlar, buxgalteriya balansi (1-shakl), moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisobot (2-shakl), auditorlik xulosalari to'g'risidagi ma'lumot. - Yagona korporativ axborot portali: https://openinfo.uz, https://azot.uz

[14] ”Indorama Kokand Fertilizers and Chemicals” AJ. BHMS bo'yicha moliyaviy hisobotlar (2015-2025-yillar), yillik hisobotlar (2020-2024-yillar; 1- va 2-shakllar), MHXS bo'yicha moliyaviy hisobotlar va auditorlik xulosalari (2021-2025-yillar), bosh direktor hisobotlari, aksiyadorlar yig'ilishi bayonnomalari va muhim faktlar. - https://indoramakokandfertilizer.com/business-plan; https://openinfo.uz/uz/organizations/437?tab=income

[15] Spot.uz. Ферганский нефтеперерабатывающий завод продали за $100 млн, 2022-yil 23-may. - https://www.spot.uz/ru/2022/05/23/sold/

[16] Spot.uz. Ферганский НПЗ вернули в госсобственность спустя четыре года после приватизации, 2026-yil 8-iyun. - https://www.spot.uz/ru/2026/06/08/ferghana-refinery/

[17] ”Farg'ona neftni qayta ishlash zavodi” MChJ. Korxonada amalga oshirilayotgan investitsiya loyihalari bo'yicha ma'lumot (2025-yil 1-dekabr holatiga). - Farg'ona, 2025. - Korxona ichki hujjati.

[18] Gazeta.uz. ”Farg'onaazot” AJ aksiyalarining ”Indorama Corporation”ga sotilishi va Prezidentning PQ-242-son qarori yuzasidan maqolalar to'plami (2023-2024). - https://www.gazeta.uz/ru/2023/01/18/indorama-fargonaazot/

[19] O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 27-iyuldagi PQ-242-son ”Farg'onaazot” aksiyadorlik jamiyatida mavjud ishlab chiqarish quvvatlaridan samarali foydalanish va ichki hamda tashqi bozorlarda talab yuqori bo'lgan mahsulotlar ishlab chiqarishni ta'minlash chora-tadbirlari to'g'risidagi qarori. - https://www.lex.uz/docs/-6555068

[20] O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2019-yil 3-apreldagi PQ-4265-son ”Kimyo sanoatini jadal rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida”gi qarori. - https://lex.uz/docs/-4271630