



РАЗРАБОТКА СИСТЕМЫ АНАЛИТИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДЛЯ ОЦЕНКИ ДОХОДНОСТИ АКЦИЙ УЗБЕКСКИХ ЭМИТЕНТОВ

O'ZBEKISTON EMITENTLARI AKSIYALARINING DAROMADLILIGINI BAHOLASH UCHUN ANALITIK KO'RSATKICHLAR TIZIMINI ISHLAB CHIQUISH

**Ирмухамедова
Муслима Дилшодовна**

¹Самостоятельный исследователь. **ORCID:** 0009-0009-8883-7422,
G-mail: muslima.irmukhamedova@gmail.com

Аннотация Annotatsiya

Рус. - В работе предложена и обоснована система аналитических показателей, предназначенная для оценки доходности акций предприятий корпоративного сектора Узбекистана. Определены ключевые критерии отбора показателей с учётом ограниченной доступности данных, специфики корпоративной отчётности и институциональных особенностей узбекского фондового рынка. Набор включает показатели рентабельности, ликвидности, структуры капитала, деловой активности и рыночные мультипликаторы. Система ориентирована на практическую применимость, аналитическую значимость и сопоставимость между эмитентами. Такой подход может использоваться как для сравнительного анализа, так и для построения скоринговых и регрессионных моделей. Полученные результаты формируют методологическую основу для дальнейших исследований и совершенствования инвестиционной аналитики в Узбекистане.

Uzb. - Maqolada O'zbekistonning korporativ sektori korxonalarini aksiyalarining daromadliligini baholashga mo'ljallangan analitik ko'rsatkichlar tizimi taklif qilindi va asoslandi. Ma'lumotlar cheklanganligi, korporativ hisobotning xususiyatlari va O'zbekiston fond bozorining institutsional xususiyatlari inobatga olingan holda ko'rsatkichlarni tanlashning asosiy mezonlari aniqlandi. To'plam rentabellik, likvidlik, kapital tuzilishi, biznes faoliyati va bozor ko'rsatkichlarini o'z ichiga oladi. Olingan natijalar O'zbekistonda investitsion tahlilni rivojlantirish uchun metodologik asosni tashkil etadi.

Ключевые слова: Kalit so'zlar:

❖ доходность акций, аналитические показатели, фондовый рынок, инвестиционная привлекательность, эмитенты Узбекистана, финансовый анализ, оценка эффективности.

❖ aksiyalar daromadliligi, analitik ko'rsatkichlar, fond bozori, investitsion jozibadorlik, O'zbekiston emitentlari, moliyaviy tahlil, samaradorlikni baholash.

Введение.

В последние годы в Узбекистане последовательно реализуются меры по развитию инфраструктуры рынка капитала,

направленные на повышение инвестиционной активности, привлечение долгосрочного капитала и совершенствование механизмов

функционирования фондового рынка. Указы Президента Республики Узбекистан, касающиеся развития рынка капитала [1,2], а также постановления о модернизации инфраструктуры и поддержке участников рынка [3] нацелены на расширение участия институциональных и частных инвесторов и рост объёмов привлечённых средств на рынок ценных бумаг.

Развитие фондового рынка тесно связано с процессами цифровой трансформации экономики, включая внедрение современных электронных торговых систем, автоматизацию клиринга и расчётов, а также развитие онлайн-сервисов для частных инвесторов. Указанные меры способствуют повышению прозрачности операций, снижению транзакционных издержек и росту доверия к рынку.

Вместе с тем для развивающихся экономик, включая рынок акций Узбекистана, сохраняются ограничения, обусловленные ограниченной доступностью достоверных данных и недостаточной прозрачностью корпоративной отчётности. В таких условиях применение сложных инвестиционных стратегий остаётся затруднительным, что усиливает значимость разработки адаптированных аналитических подходов, способных эффективно использовать доступную информацию и возрастает необходимость в разработке аналитических инструментов, применимых при ограниченной ликвидности, недостаточной прозрачности корпоративной отчётности и высокой внешней неопределённости.

Обзор литературы по теме.

В условиях узбекского фондового рынка ключевым и практически единственным широко применимым методом анализа [4] остаётся фундаментальный анализ, поскольку он

опирается на доступные источники данных – финансовую отчётность предприятий (баланс, отчёт о прибылях и убытках), сведения о дивидендных выплатах, объёмы эмиссии акций и результаты торгов. В его основе лежит оценка внутренней стоимости компании через ключевые финансовые коэффициенты (рентабельность собственного капитала (ROE), прибыль на акцию (EPS), коэффициент долговой нагрузки (D/E) и ряд других количественных показателей), которые позволяют выявлять недооценённые или переоценённые акции, а также прогнозировать их будущую доходность. Преимущество фундаментального анализа заключается в его способности работать даже при ограниченной рыночной информации, что делает его базовым инструментом для инвесторов в странах с переходной экономикой, в том числе и на узбекском рынке акций.

Методология исследования.

Целью данной работы является разработка системы аналитических показателей, обеспечивающих возможность количественного анализа и прогнозирования доходности акций и поддержку принятия обоснованных инвестиционных решений, а также рассмотрение возможности практического применения этих показателей в условиях развивающихся экономик, в том числе на примере фондового рынка Узбекистана.

Формирование системы показателей, обеспечивающих объективную оценку доходности и эффективности вложений в акции, является одним из ключевых этапов инвестиционного анализа. На развивающемся фондовом рынке Узбекистана эта задача осложняется ограниченной доступностью данных, недостаточной стандартизацией корпоративной отчётности и институциональной незрелостью части

эмитентов. В таких условиях особую значимость приобретает отбор показателей, которые одновременно обладают высокой аналитической ценностью и могут быть практически применены в существующей практике фундаментального анализа.

Для выбора показателей, пригодных для количественной оценки доходности акций, целесообразно руководствоваться рядом ключевых критериев, обобщённых в Таблице 1.

Представленные критерии обеспечивают комплексный подход к

формированию системы аналитических показателей, позволяя отобрать те метрики, которые не только доступны и воспроизводимы, но и обладают высокой практической ценностью для инвесторов. Их использование делает возможным построение количественных моделей прогнозирования доходности, сравнение эмитентов между собой и формирование обоснованных инвестиционных решений даже в условиях ограниченной информации и низкой ликвидности узбекского фондового рынка.

Таблица 1

Ключевые критерии отбора аналитических показателей для оценки доходности акций*

Критерий	Содержание	Примеры показателей
Информационная доступность	Показатель должен регулярно раскрываться в общедоступной финансовой отчётности узбекских эмитентов.	Выручка, чистая прибыль, дивиденды
Надёжность и воспроизводимость	Значения должны быть воспроизводимы по открытым данным и не подвержены субъективным искажениям.	EBITDA, коэффициенты ликвидности
Экономическая интерпретируемость	Должна быть понятная и обоснованная экономическая трактовка, связанная с доходностью или рисками.	P/E, ROE, ROA
Чувствительность к изменениям	Показатель должен отражать ключевые изменения в финансовом состоянии компании.	Рост выручки, маржинальность
Стабильность значений	Устойчивость к разовым событиям и налоговым корректировкам, относительная стабильность во времени.	Дивидендная доходность, D/E
Динамичность во времени	Наличие исторического ряда (3-5 лет) для анализа трендов и построения моделей.	История прибыли, дивидендов, капитализации
Адаптируемость к количественному анализу	Возможность включения в регрессионные, скоринговые и иные модели.	P/BV, темпы роста прибыли

*Сформулировано автором на основе научной литературы по теме, а также официальных интернет-источников.

Анализ и обсуждение результатов.

С целью обеспечения методологической целостности фундаментального анализа доходности акций и повышения надёжности получаемых результатов нами был сформирован набор ключевых аналитических показателей. Их отбор основан на принципах репрезентативности, сопоставимости и практической

применимости в соответствии с указанными выше критериями, что позволяет использовать их для комплексной оценки финансового состояния и инвестиционной привлекательности эмитентов на фондовом рынке.

Рассмотрим предлагаемый нами перечень показателей, которые могут быть использованы в инвестиционном анализе доходности акций (Табл. 2.):

Таблица 2

Система аналитических показателей для оценки эмитентов*

№	Код	Группа показателей	Показатель (рус.)	Формула
1	CR	Ликвидность	Коэффициент текущей ликвидности	Оборотные активы / Краткосрочные обязательства
2	QR	Ликвидность	Коэффициент быстрой ликвидности	(Оборотные активы – Запасы) / Краткосрочные обязательства
3	CshR	Ликвидность	Абсолютная ликвидность	Денежные средства / Краткосрочные обязательства
4	D/E	Финансовая устойчивость	Финансовый рычаг	Общий долг / Собственный капитал
5	E/A	Финансовая устойчивость	Коэффициент автономии	Собственный капитал / Активы
6	D/A	Финансовая устойчивость	Соотношение долга к активам	Общий долг / Активы
7	ROA	Рентабельность	Рентабельность активов	Чистая прибыль / Активы
8	ROE	Рентабельность	Рентабельность капитала	Чистая прибыль / Собственный капитал
9	ROS	Рентабельность	Маржа чистой прибыли	Чистая прибыль / Выручка
10	GM	Рентабельность	Валовая маржа	Валовая прибыль / Выручка
11	OM	Рентабельность	Операционная маржа	ЕБИТ / Выручка
12	AT	Деловая активность	Оборачиваемость активов	Выручка / Средняя стоимость активов
13	IT	Деловая активность	Оборачиваемость запасов	Себестоимость / Средняя стоимость запасов
14	RT	Деловая активность	Оборачиваемость дебиторской задолженности	Выручка / Средняя дебиторская задолженность
15	PT	Деловая активность	Оборачиваемость кредиторской задолженности	Себестоимость / Средняя кредиторская задолженность
16	N/T	Прибыль к капиталу	Чистая прибыль к капиталу	Чистая прибыль / Общий объем эмиссии
17	P/E	Рыночные мультипликаторы	Цена/прибыль на акцию	Рыночная цена акции / Прибыль на акцию (EPS)
18	P/B	Рыночные мультипликаторы	Цена/балансовая стоимость	Рыночная цена акции / Балансовая стоимость на акцию
19	DY	Рыночные мультипликаторы	Дивидендная доходность	Дивиденды на акцию / Рыночная цена акции
20	P/S	Рыночные мультипликаторы	Цена/выручка	Рыночная цена акции / Выручка на акцию

*Сформулировано автором на основе научной литературы по теме, а также официальных интернет-источников.

Предлагаемый перечень показателей представляет собой сбалансированную систему, включающую метрики, характеризующие финансовую устойчивость, рентабельность, деловую активность и рыночную эффективность компаний. Подобная структура обеспечивает полноту охвата ключевых

аспектов деятельности эмитентов и минимизирует риск информационных искажений при проведении сравнительного анализа, что особенно важно в условиях развивающихся рынков капитала.

Следует отметить, что предложенный набор показателей не ограничивается функцией описательной статистики, но и

создает основу для построения количественных моделей, направленных на прогнозирование будущей доходности акций. Показатели могут использоваться как независимые переменные в рамках регрессионного и многофакторного анализа, что позволяет выявлять ключевые детерминанты рыночной капитализации и инвестиционной привлекательности компаний.

Таким образом, данный подход обеспечивает не только систематизацию информации о текущем финансовом положении эмитентов, но и формирует базу для разработки прогностических моделей, способных повысить точность принимаемых инвестиционных решений.

Выбор показателей для оценки доходности инвестиций определяется не только их популярностью в международной практике, но и их соответствием особенностям узбекского фондового рынка. Основными принципами отбора стали информационная доступность, устойчивость расчетов во времени, воспроизводимость значений по открытым данным и чувствительность к ключевым изменениям финансового состояния компании. В условиях ограниченной ликвидности, недостаточной прозрачности отчетности и слабого развития аналитической инфраструктуры наибольшую ценность представляют показатели, базирующиеся на формализованных и регулярно публикуемых данных. К их числу относятся показатели рентабельности (ROA, ROE), прибыль на акцию (EPS), дивидендная доходность (DY), а также рыночные мультипликаторы P/E и P/B, которые позволяют сформировать объективное представление о доходности и рыночной оценке компании без сложной реконструкции данных.

Сформированный набор показателей обеспечивает баланс между аналитической

значимостью, практической применимостью и доступностью информации. Он может служить базой как для экспресс-оценки и сравнительного анализа эмитентов, так и для построения сложных моделей прогнозирования, включая скоринговый и регрессионный анализ. В результате анализа критериев целесообразности нами были выделены следующие ключевые показатели: **ROE, EPS, D/E, DY, P/E, P/B, RG** (рост выручки) и **NIS** (стабильность чистой прибыли). Совокупно они позволяют оценивать как внутреннюю финансовую устойчивость предприятия, так и рыночные ожидания в отношении его будущей прибыльности и дивидендной политики.

Представленный в Таблице 2 набор показателей обладает универсальностью и может служить основой для построения более сложных аналитических инструментов. В частности, он пригоден для формирования скоринговых моделей, позволяющих ранжировать эмитентов по степени инвестиционной привлекательности на основе интегральной оценки ключевых финансовых и рыночных характеристик. Кроме того, данные показатели могут быть использованы в регрессионных моделях для количественного анализа факторов, влияющих на доходность акций, и выявления статистически значимых зависимостей. Выбор между скоринговым и регрессионным подходом зависит от целей анализа: скоринг удобен для экспресс-оценки и отбора перспективных эмитентов, тогда как регрессионные модели позволяют построить более точные прогнозы доходности и оценить вклад каждого фактора. Такое сочетание практической применимости и аналитической мощности обеспечивает возможность дальнейших исследований и разработки методического аппарата для прогнозирования доходности на узбекском фондовом рынке.

Важно отметить, что предложенная система аналитических показателей носит гибкий характер и может быть расширена по мере развития инфраструктуры фондового рынка, повышения прозрачности корпоративной отчетности и доступности дополнительных данных. Это обеспечивает её актуальность как на текущем этапе, так и в перспективе, когда возможности аналитики на рынке капитала Узбекистана будут расширяться.

Заключение и предложения.

В результате проведённого исследования сформирована система аналитических показателей, ориентированная на оценку доходности и инвестиционной привлекательности акций предприятий корпоративного сектора Узбекистана. Разработанный подход опирается на совокупность показателей,

отражающих как финансовое состояние и эффективность деятельности эмитентов, так и рыночную оценку их капитала. Комплексность и сбалансированность предложенной системы обеспечивают её применимость как в рамках сравнительного и экспресс-анализа (скоринг), так и в контексте построения более сложных прогнозных и факторных моделей. Кроме того, данная система может служить образовательной основой для подготовки аналитиков и инвесторов, способствуя формированию компетенций по работе с данными и повышению общей финансовой культуры участников рынка. Полученные результаты создают методологическую базу для дальнейших научных исследований и практических разработок, направленных на совершенствование аналитических инструментов и повышение прозрачности узбекского фондового рынка.

Список использованной литературы:

1. Указ Президента Республики Узбекистан, от 13.04.2021 г. № УП-6207 «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала».
2. Постановление Президента Республики Узбекистан, от 02.09.2023 г. № ПП-291 «О дополнительных мерах по развитию рынка капитала». URL: <https://lex.uz/ru/docs/6590029>
3. Постановление Президента РУз от 27 августа 2024 года № ПП-303. «Об образовании Национального инвестиционного фонда Республики Узбекистан». – Ташкент. – <https://lex.uz/ru/docs/7086027>
4. Irmukhamedova M.D. Features of the use of IFRS in the practice of corporate governance of uzbek enterprises. - //“Экономика и социум” №9(124) 2024. - www.iupr.ru
5. Ирмухамедова М.Д. Сравнительная характеристика методов инвестиционного анализа для оценки доходности акций. // Vol. 4 No. 3 (2026): Yashil iqtisodiyot va taraqqiyot. – URL: <https://doi.org/10.5281/zenodo.18963691>
6. Ирмухамедова М.Д. О скоринговых методах экспресс-анализа доходности акций узбекских эмитентов // Vol. 4 No. 3 (2026): «Muhandislik va Iqtisodiyot» jurnali (dama obraçena: 08.04.2026) /— С. 242-246. – DOI: <https://doi.org/10.5281/zenodo.18938391>