



# O'ZBEKISTON SUG'URTA BOZORI

*VOL. 2 ISS: 6 (2025)*

INSURANCE MARKET OF UZBEKISTAN СТРАХОВОЙ РЫНОК УЗБЕКИСТАНА

INSURANCE



TOSHKENT DAVLAT  
IQTISODIYOT UNIVERSITETI

TASHKENT STATE  
UNIVERSITY OF ECONOMICS



№	MUNDARIJA	Page
1.	<b>SUG'URTA XIZMATLARIGA BO'LGAN ISTE'MOL TALABINI OSHIRISHNING INNOVATSION YO'LLARI</b> <i>Qo'ldoshev Qamariddin Mansurovich</i>	4
2.	<b>O'ZBEKISTON SUG'URTA BOZORINING IQTISODIY GLOBALLASHUV JARAYONLARIGA RAQAMLASHTIRISHNING TA'SIR YO'NALISHLARI</b> <i>Nomozova Qumri Isoevna</i>	9
3.	<b>QORAQALPOG'ISTON RESPUBLIKASIDA QISHLOQ XO'JALIGINING SAMARADORLIGINI TA'MINLASHDA SUG'URTA XIZMATLARINING ROLI</b> <i>PhD. dosent Kalenov K.T.</i>	14
4.	<b>MARKAZIY OSIYODA TAKAFULNING VAKALAH MODELINI TADBIQ QILSIH IMKONIYATI</b> <i>Fayzullayev Diyorbek Zafar o'g'li</i>	17
5.	<b>INOVATSION IQTISODIYOT SHAROITIDA RASSIYA FEDERATSIYASI BANK SUG'URTASINING XOZIRGI XOLATINING TAXLILI</b> <i>Tog'ayniyazov Shohzodbek Ural o'g'li</i>	20
6.	<b>O'ZBEKISTONDA SUG'URTA FAOLIYATINI RIVOJLANTIRISH ISTIQBOLLARI</b> <i>Baratova Dinora Alisherovna</i>	23
7.	<b>O'ZBEKISTONDA KARBON BOZORI VA KARBON SUG'URTASINI JORIY ETISH IMKONIYATLARI</b> <i>Erkaboyev Yorbek Boirbekovich</i>	25
8.	<b>УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ ПРЕДПРИЯТИЙ В УЗБЕКИСТАНЕ: СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ВОЗМОЖНОСТИ ОПТИМИЗАЦИИ</b> <i>Жиянова Наргиза Эсанбоевна, Роишева Диёра Равшановна</i>	28
9.	<b>ЦИФРОВОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ И ФИНТЕХ КАК ДРАЙВЕРЫ РОСТА ИНВЕСТИЦИОННЫХ СДЕЛОК В РЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВЕ</b> <i>Жиянова Наргиза Эсанбоевна, Рахимбоева Сугдиёна Рахимбоевна</i>	33
10.	<b>TRANSFORMATSIYA JARAYONIDA TIJORAT BANKLARI CHAKANA XIZMATLARI VA UNING NAZARIY ASOSLARI</b> <i>Alimov Umid O'ktambayevich</i>	37
11.	<b>TRANSFORMATSIYA JARAYONIDA ISLOM BANKCHILIGINI JORIY QILISHNING AHAMIYATI</b> <i>Xaitov Shaxzod Sharipboyevich</i>	42
12.	<b>TIJORAT BANKLARINING INVESTITSIYA FAOLIYATINI RIVOJLANTIRISHNING NAZARIY ASOSLARI</b> <i>Mamaraimova Rushana Rashidovna</i>	46
13.	<b>O'ZBEKISTONDA BANK SOHASIDAGI ISLOHOTLAR: HOZIRGI MUAMMOLAR VA YUZAGA KELAYOTGAN IMKONIYATLAR</b> <i>dotsent, Sung Tae Kyun</i>	50
14.	<b>TRANSFORMATSIYA SHAROITIDA TIJORAT BANKLARI TOMONIDAN TADBIRKORLIK SUB'EKTLARINI MOLIYALASHTIRISH YO'LLARI</b> <i>Yuldashev Fozil Turapovich</i>	57
15.	<b>DAVLAT IQTISODIY SIYOSATINING INVESTISION MUHITGA TA'SIRI</b> <i>Imomov Xamdilla Xamdamovich</i>	61
16.	<b>O'ZBEKISTON SOLIQ TIZIMIDA BILVOSITA SOLIQQA TORTISH TAHLILI</b> <i>Shirinov Sabir Erkinovich, Mirasimov Ershod Sunatullayevich, Kabirov Abdulla Maxmutovich</i>	63

## “O‘ZBEKISTON SUG‘URTA BOZORI” JURNALI TAHRIR KENGASHI A‘ZOLARI

1. Teshabayev To‘lqin Zakirovich (Kengash raisi, Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti rektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor).
2. Maqsudov Davron Sanjarxo‘jayevich (Kengash raisi o‘rinbosari, Istiqbolli loyihalar milliy agentligi direktori o‘rinbosari).
3. Azimov Rustam Sadikovich (“O‘zbekinvest” eksport-import sug‘urta kompaniyasi” AJ bosh direktori, iqtisodiyot fanlari doktori).
4. Mehmonov Sultonali Umaraliyevich (Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti prorektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor).
5. Abdurahmonova Gulnora Qalandarovna (Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti prorektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor).
6. Sindarov Sherzod Egamberdiyevich (Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti prorektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor).
7. Zakirov Latif Xamidullayevich (Moliya vazirligi huzuridagi TKFJMS qoshidagi To‘lovlarni kafolatlash jamg‘armasi direktori).
8. Xalilov Oybek Nasirovich (O‘zbekiston sug‘urta bozori professional ishtirokchilari uyushmasi kengashi raisi).
9. Qurbonov Xayrulla Abdurasulovich (TDIU Xalqaro va milliy reytinglar bilan ishlash markazi rahbari, dots.).
10. Quldoshov Qamariddin Mansurovich (TDIU “Sug‘urta ishi” kafedrasida professori, DSc, bosh muharrir).
11. Zaynalov Jahongir Rasulovich (Samarqand iqtisodiyot va servis instituti “Moliya” kafedrasida mudiri, iqtisodiyot fanlari doktori, prof.).
12. Shennayev Xojayor Musurmanovich (TDIU “Sug‘urta ishi” kafedrasida mudiri, DSc, prof.).
13. Boyev Xabibullo Ismoilovich (TDIU “Sug‘urta ishi” kafedrasida professori, iqtisodiyot fanlari doktori).
14. Ortiqov Furqat A‘zamjonovich (“Kafil Sug‘urta” AK sug‘urta kompaniyasi direktorlar kengashi raisi).
15. Nurullayev Abdulaziz Sirojiddinovich (O‘zbekiston madaniyat va san‘at instituti professori, i.f.n. dots.).
16. Merident Randles (FSA, MAAA. Principal & Consulting Actuary. Katta maslahatchi, UNDP-Milliman Global Actuarial Initiative).
17. Ong Xie (FIA, FSAS. Dastur menejeri, UNDP-Milliman Global Actuarial Initiative. Olmosh: She/Her).
18. Hasanov Xayrulla Nasrullayevich (TDIU Besh tashabbus markazi rahbari, i.f.b.f.d.).
19. Mamadiyarov Zokir Toshtemirovich (TDIU “Moliya bozori va sug‘urta” kafedrasida mudiri, iqtisodiyot fanlari doktori).
20. Mutalova Dilorom Maxamadjanovna (TDIU “Soliqlar va soliqqa tortish” kafedrasida professori, iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori).
21. Imomov Hamdilla Hamdamovich (TDIU “Korporativ moliya va qimmatli qog‘ozlar” kafedrasida professori v.b., falsafa fanlari doktori).
22. Kenjayev Ilxom G‘iyozovich (TDIU Magistratura bo‘yicha dekan o‘rinbosari, i.f.b.f.d., dots.).
23. Yadgarov Akram Akbarovich (TDIU “Yashil iqtisodiyot” kafedrasida professori v.b., iqtisodiyot fanlari doktori).
24. Yuldashev Obiddin Toshmurzayevich (TDIU “Sug‘urta” kafedrasida professori v.b. i.f.d.).
25. Samadov Asqarjon Nishonovich (TDIU “Marketing” kafedrasida dotsenti, universitet Kengashi kotibi, fanlar nomzodi).
26. Baratova Dinara Alisherovna (TDIU “Sug‘urta” kafedrasida dotsenti, t.f.n. kotib).
27. Qarshiyev Daniyar Eshpo‘latovich (TDIU “Sug‘urta” kafedrasida dotsenti, i.f.n., bosh muharrir).
28. Nomozova Qumri Isoyevna (Bank-moliya akademiyasi dotsenti, PhD).
29. Hamdamov Shoh-Jahon Raxmat o‘g‘li (TDIU “Korporativ moliya va qimmatli qog‘ozlar” kafedrasida dotsenti, i.f.n.).
30. Maxmudov Samariddin Baxriddinovich (TDIU “Korporativ moliya va qimmatli qog‘ozlar” kafedrasida dotsenti, i.f.n.).



## УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ ПРЕДПРИЯТИЙ В УЗБЕКИСТАНЕ: СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ВОЗМОЖНОСТИ ОПТИМИЗАЦИИ

**Жиянова Наргиза Эсанбоевна**

д.э.н., профессор, ТГЭУ  
j.nargiza.esanbayevna@gmail.com

**Роишева Диёра Равшановна**

магистрант ТГЭУ  
dieraroiшева@gmail.com

**Аннотация:** Мақолада O'zbekiston korxonalarida pul oqimlarini boshqarishning zamonaviy muammolari ko'rib chiqiladi va samarali cash-flow boshqaruvining moliyaviy barqarorlikni ta'minlashdagi ahamiyati ochib beriladi. Tadqiqotda debitorlik qarzining o'sishi, moliyaviy siklning uzayishi va qarz mablag'lariga yuqori bog'liqlik kabi asosiy nomutanosibliklar tahlil qilinadi. Amaliy misol sifatida 2021–2024 yillar kesimidagi "Dori-Darmon" AJ faoliyati o'rganiladi, uning moliyaviy ko'rsatkichlari mamlakat korxonalariga xos bo'lgan likvidlik muammolarini yaqqol aks ettiradi. Nestlé, Tata Group va Severstal kabi xalqaro tajribalar asosida pul oqimlarini optimallashtirish yo'nalishlari — kaznacheylik jarayonlarini raqamlashtirish, hisob-kitoblarni avtomatlashtirish va aylanma kapitalni boshqarishni takomillashtirish bo'yicha takliflar keltiriladi.

**Kalit so'zlar:** pul oqimlari, likvidlik, moliyaviy sikl, debitorlik qarzi, Dori-Darmon, likvidlikni boshqarish, cash flow.

**Abstract:** The article explores current challenges in cash flow management within Uzbek enterprises and highlights the importance of effective cash-flow governance for ensuring financial stability. Particular attention is given to key imbalances such as the rise in accounts receivable, the extension of the financial cycle, and increased reliance on borrowed capital. As a practical case, the study examines the performance of JSC "Dori-Darmon" for the period 2021–2024, whose financial indicators reflect common liquidity issues faced by many companies in Uzbekistan. Drawing on international best practices (Nestlé, Tata Group, Severstal), the article proposes directions for improving cash flow efficiency through treasury digitalization, automation of settlements, and enhanced working capital management.

**Keywords:** cash flow, liquidity, financial cycle, accounts receivable, Dori-Darmon, liquidity management.

**Абстрактный:** В статье рассматриваются современные проблемы управления денежными потоками предприятий Узбекистана и раскрывается роль эффективного cash-flow менеджмента в обеспечении их финансовой устойчивости. Особое внимание уделено анализу ключевых дисбалансов — росту дебиторской задолженности, удлинению финансового цикла и усилению зависимости от заемного капитала. В качестве практического примера исследуется деятельность АО «Dori-Darmon», финансовые показатели которого за 2021–2024 годы отражают типичные трудности отечественных компаний в управлении ликвидностью. На основе международных практик (Nestlé, Tata Group, Severstal) предлагаются направления оптимизации денежных потоков, включая цифровизацию казначейских процессов, автоматизацию расчетов и совершенствование управления оборотным капиталом.

**Ключевые слова:** денежные потоки, ликвидность, финансовый цикл, дебиторская задолженность, Dori-Darmon, управление ликвидностью, cash flow.

### Введение ( Kirish/ Introduction).

Современный этап социально-экономического развития Республики Узбекистан формируется под воздействием ускоренной цифровой трансформации, глобальной инфляционной нестабильности, роста издержек производства и повышенной неопределенности на международных финансовых рынках. В условиях геэкономических сдвигов, изменения логистических цепочек и ужесточения финансовых условий доступ к ликвидным ресурсам становится одним из ключевых факторов устойчивости предприятий. Это объективно усиливает значимость эффективного управления денежными потоками как основы финансовой стабильности и долгосрочного развития хозяйствующих субъектов. [7; 8]

На фоне усиления конкурентного давления, волатильности валютных курсов и роста стоимости заемного капитала именно качество управления денежными потоками определяет способность предприятий обеспечивать непрерывность операционной деятельности, своевременно выполнять финансовые обязательства и гибко адаптироваться к изменениям внутренней и внешней экономической конъюнктуры. В 2025 году данная проблема приобретает особую актуальность в контексте проводимых в Узбекистане структурных реформ, цифровизации финансового сектора и интеграции национальной экономики в глобальные рынки.

При этом для значительной части отечественных предприятий

по-прежнему характерны диспропорции между входящими и исходящими денежными потоками, рост дебиторской задолженности, повышенная зависимость от заемных источников финансирования, а также недостаточная автоматизация и аналитическая поддержка финансовых решений. Указанные факторы негативно отражаются на скорости оборота капитала, уровне ликвидности и платежеспособности, повышая вероятность кассовых разрывов и финансовых рисков в условиях нестабильной мировой экономики. [2; 3].

Вопрос управления денежными потоками приобретает особую значимость в социально ориентированных отраслях, таких как фармацевтический сектор. Деятельность АО «Dori-Darmon», крупнейшей аптечной сети Узбекистана, демонстрирует характерные для многих отечественных компаний тенденции: ослабление рентабельности, расширение дебиторской задолженности и постепенное удлинение финансового цикла. Эти процессы отражают снижение эффективности использования оборотного капитала и формируют необходимость модернизации подходов к cash-flow управлению [13].

На уровне государственной политики важность повышения финансовой устойчивости предприятий подчеркивается в Указе Президента Республики Узбекистан № УП-158 от 11.09.2023 г. «О Стратегии развития "Узбекистан — 2030"» [1]. В документе акцентируется внимание на цифровизации финансовых процессов,

совершенствовании корпоративного управления и повышении прозрачности денежных операций — направлениях, непосредственно связанных с задачами оптимизации cash-flow систем.

Цель настоящего исследования — провести комплексный анализ проблем управления денежными потоками предприятий Узбекистана и определить возможности повышения их эффективности на основе международной практики. В качестве прикладного примера рассматривается деятельность АО «Dori-Darmon», что позволяет выявить характерные финансовые дисбалансы и сформулировать рекомендации по оптимизации управления денежными потоками.

#### Обзор литературы

Современные исследования в области управления денежными потоками подчёркивают ключевую роль ликвидности и оборотного капитала в обеспечении финансовой устойчивости предприятий. В зарубежной литературе финансовый менеджмент рассматривается через призму рационализации внутреннего денежного потока, оптимизации операционного цикла и повышения точности финансового прогнозирования (Lusardi, Mitchell, Kahneman, Thaler). Эти работы формируют фундаментальные подходы к пониманию факторов, влияющих на поведение денежных потоков и финансовые решения компаний.

Международные организации, такие как OECD и World Bank, обращают внимание на необходимость цифровизации финансовых процессов, развития инструментов казначейского управления и повышения прозрачности операций, особенно в условиях нестабильных рынков [7; 8]. Данные рекомендации формируют концептуальную рамку для оценки эффективности cash-flow управления в развивающихся экономиках.

Отечественные исследования уделяют значительное внимание проблемам ликвидности, структуре оборотного капитала и особенностям функционирования корпоративного сектора Узбекистана [12;13]. В научных работах подчёркивается, что локальная специфика — высокая доля дебиторской задолженности, замедленная оборачиваемость средств и низкий уровень автоматизации — требует адаптации международных подходов к национальным условиям.

Таким образом, обзор литературы подтверждает актуальность комплексного анализа денежных потоков предприятий Узбекистана и необходимость интеграции теоретических моделей с практическими инструментами оптимизации.

#### Методы исследования.

В ходе исследования применён комплекс качественных и количественных методов, что позволило всесторонне изучить особенности управления денежными потоками отечественных предприятий и выявить факторы, оказывающие влияние на их финансовую устойчивость.

В качестве теоретико-методической базы использованы научные труды зарубежных исследователей в области современного финансового менеджмента и поведенческих финансов (Lusardi, Mitchell, Kahneman, Thaler), а также аналитические и методические рекомендации международных организаций — OECD и World Bank, посвящённые вопросам ликвидности, устойчивости денежных потоков и корпоративного управления. Данные источники определили выбор методов анализа и обеспечили сопоставимость полученных результатов с международной практикой.

Наряду с этим использованы национальные аналитические материалы, отражающие специфику функционирования предприятий Узбекистана, в том числе статистические данные Министерства экономики и финансов, отраслевые обзоры и официальные отчёты о состоянии корпоративного сектора. Такое сочетание международных и национальных источников позволило учесть особенности локальной экономической среды.

Эмпирической базой исследования послужили финансово-экономические показатели АО «Dori-Darmon» за 2021–2024 годы. В процессе анализа применены следующие методы:

- горизонтальный и вертикальный анализ финансовой отчётности;
- коэффициентный анализ ликвидности, рентабельности и финансовой устойчивости;
- расчёт операционного и финансового циклов;

-сравнительный анализ динамики показателей по годам.

Ключевым исследовательским инструментом выступил метод case study, позволяющий рассматривать АО «Dori-Darmon» как типичный пример предприятия фармацевтической отрасли в условиях трансформации финансового управления. Обработка и систематизация данных осуществлялись с использованием программного обеспечения Microsoft Excel и стандартных инструментов финансового анализа.

Применение совокупности указанных методов обеспечило обоснованность выводов и позволило сформулировать практические рекомендации по совершенствованию управления денежными потоками предприятий.[13].

#### Анализ и результаты

Управление денежными потоками предприятий представляет собой системный и целенаправленный процесс планирования, организации, регулирования и контроля движения денежных средств, обеспечивающий финансовую устойчивость, платежеспособность и непрерывность хозяйственной деятельности. В условиях рыночной экономики денежные потоки выступают не только формой движения финансовых ресурсов, но и ключевым индикатором эффективности управления предприятием в целом.



**Рис.1.Ключевые задачи управления денежными потоками предприятий<sup>1</sup>**

С экономической точки зрения денежные потоки отражают реальные процессы формирования и использования стоимости, в отличие от бухгалтерской прибыли, которая носит учетный характер. Именно поэтому в современной финансовой теории управление денежными потоками рассматривается как приоритетное направление финансового менеджмента, тесно связанное с управлением ликвидностью, оборотным капиталом и финансовыми рисками.

Основной целью управления денежными потоками является обеспечение оптимального соотношения между притоками и оттоками денежных средств с учетом временного фактора и уровня риска.

В теоретическом аспекте управление денежными потоками рассматривается как динамический процесс, ориентированный не только на текущее состояние платежеспособности, но и на долгосрочную финансовую устойчивость предприятия.

Анализ управления денежными потоками предприятий Узбекистана показывает, что большинство компаний функционируют в условиях постоянных финансовых дисбалансов, связанных с ростом издержек, волатильностью спроса и ограниченной цифровизацией финансовых процессов [12]. Одной из наиболее распространённых проблем является несогласованность поступлений и выплат, что приводит к кассовым разрывам и снижению операционной устойчивости. Ситуация усугубляется тем, что многие предприятия продолжают опираться на ручные методы прогнозирования cash flow, что затрудняет своевременное выявление рисков и ограничивает возможности оперативного управления оборотным капиталом [2; 3; 4]. Эти тенденции отражают общую структуру управления ликвидностью на национальном уровне и свидетельствуют о необходимости повышения эффективности финансового планирования.

В качестве практического примера рассматривается деятельность АО «Dori-Darmon» — крупнейшей аптечной сети Узбекистана. Финансовые показатели компании за 2021–2024 годы демонстрируют характерное для многих отечественных предприятий постепенное ослабление эффективности управления денежными потоками [13]. Наиболее заметным является устойчивое снижение

<sup>1</sup> Составлен на основе изученного материала

рентабельности, охватывающее все её ключевые виды. Уже в 2022 году наблюдается значительное падение ROA, ROE и ROS по сравнению с 2021 годом, что отражает ухудшение операционной деятельности и снижение способности предприятия формировать прибыль.

Таблица 1.

Динамика рентабельности АО «Dori-Darmon»<sup>2</sup>.

Показатель	2021	2022	2023	2024
ROA	6.73%	1.66%	1.14%	0.18%
ROE	21.27%	4.99%	4.85%	0.79%
ROS	8.13%	3.68%	2.91%	0.64%

В 2023 году негативная динамика продолжается: показатели рентабельности снижаются ещё сильнее, закрепляя тенденцию сокращения внутреннего потенциала компании. К 2024 году рентабельность достигает минимальных значений, что свидетельствует о фактическом исчезновении внутренних источников финансирования и повышенной уязвимости предприятия к кассовым разрывам и внешним шокам. Таким образом, снижение рентабельности имеет не разовый, а поэтапный и системный характер, что указывает на накопление структурных проблем и отсутствие механизмов стабилизации денежных потоков.

Помимо рентабельности, важную роль в оценке качества управления денежными потоками играет структура оборотного капитала. За анализируемый период наблюдается рост дебиторской задолженности, снижение чистой прибыли и отсутствие устойчивого увеличения денежных средств [13]. Эти тенденции взаимно усиливают друг друга и указывают на замедление оборота капитала, рост внутренних финансовых дисбалансов и ухудшение качества cash-flow управления.

Таблица 2.

Ключевые финансовые дисбалансы АО «Dori-Darmon» (2021 - 2024)<sup>3</sup>.

Показатель	2021	2022	2023	2024	Изменение	Интерпретация
Дебиторская задолженность (доля активов)	23.6 3%	21.9 3%	30.6 1%	30.3 1%	↑+6.68 п.п.	Увеличение «замороженных» средств, снижение ликвидности
Чистая прибыль	32.6 млрд	8 млрд	8.2 млрд	1.2 млрд	↓ в 26 раз	Серьёзное снижение эффективности деятельности
Денежные средства	0.49 %	0.78 %	0.17 %	0.53 %	без изменений	Недостаток средств для покрытия обязательств
Период оборота запасов	46 дней	72 дня	81 день	121 день	↑×2.6	Удлинение логистического цикла
Период инкассации и дебиторской задолженности	104 дня	178 дней	285 дня	384 дня	↑×3.7	Значительное замедление возврата средств

Данные таблицы показывают постепенное и системное нарастание внутренних финансовых дисбалансов. Уже в 2022 году фиксируется увеличение периода оборота запасов и замедление возврата дебиторской задолженности, что указывает на первые

признаки ухудшения оборачиваемости капитала. В 2023 году ситуация усугубляется: темпы роста дебиторской задолженности ускоряются, период её инкассации удлиняется почти в полтора раза, а доля денежных средств в структуре активов снижается до минимальных значений.

Наиболее серьёзные изменения наблюдаются в 2024 году. Чистая прибыль снижается до 1,2 млрд сумов, что свидетельствует о резком падении эффективности деятельности предприятия. При этом дебиторская задолженность остаётся на повышенном уровне, а периоды оборота запасов и инкассации дебиторской задолженности продолжают расти. В результате значительная часть средств предприятия остаётся «застывшей» в обороте, что приводит к недостаточному объёму ликвидных ресурсов и увеличивает потребность в заемном финансировании.

В итоге, динамика показателей демонстрирует не разовый спад, а последовательное ухудшение ключевых элементов оборотного капитала. Рост дебиторской задолженности, удлинение логистического цикла и снижение денежных средств формируют устойчивую угрозу кассовых разрывов и указывают на низкую согласованность финансовых процессов компании.

Ключевым итоговым индикатором качества управления денежными потоками является финансовый цикл — период, в течение которого средства, вложенные в оборотный капитал, возвращаются в компанию в форме поступлений [2; 4]. Ухудшение данного показателя чётко отражает замедление оборота капитала.

Таблица 3.

Финансовый цикл АО «Dori-Darmon»<sup>4</sup>.

Год	Финансовый цикл
2021	112.3 дня
2022	169.5 дней
2023	307.5 дней
2024	408.7 дней

Финансовый цикл является одним из наиболее информативных индикаторов качества управления денежными потоками, поскольку отражает продолжительность полного оборота вложенных средств. Динамика данного показателя за 2021–2024 годы демонстрирует устойчивое и ускоряющееся ухудшение оборачиваемости капитала. Уже в 2022 году финансовый цикл увеличивается с 112,3 до 169,5 дней, что свидетельствует о замедлении возврата средств и первых признаках нарастающего дисбаланса.

В 2023 году наблюдается резкое удлинение цикла — до 307,5 дней. Такой скачок указывает на существенное ухудшение операционной эффективности, вызванное ростом сроков хранения запасов и особенно — значительным увеличением периода инкассации дебиторской задолженности. Данный процесс означает, что предприятие всё дольше ожидает возврата средств, вложенных в продажи, и теряет способность формировать стабильные поступления денежного потока.

К 2024 году финансовый цикл достигает 408,7 дней, что становится критическим значением. Продолжительность оборота средств превышает годовой период, что фактически означает хроническое «зависание» капитала внутри операционной деятельности. Основной вклад в ухудшение показателя вновь вносит удлинение периода инкассации дебиторской задолженности, тогда как увеличение срока оплаты кредиторской задолженности лишь частично компенсирует данный эффект. Такая структура показателей свидетельствует о глубоком нарушении синхронности финансовых потоков предприятия.

Совокупность этих изменений демонстрирует системный характер проблем: ухудшение оборачиваемости капитала, снижение ликвидности, зависимость от внешнего финансирования и отсутствие эффективных инструментов прогнозирования денежных потоков. Ситуация АО «Dori-Darmon» иллюстрирует типичные

<sup>2</sup> составлено автором по данным АО «Dori-Darmon» [13].<sup>3</sup> расчёты автора по данным финансовой отчётности АО «Dori-Darmon» [13].<sup>4</sup> рассчитано автором на основе данных АО «Dori-Darmon» [13].

тенденции, наблюдающиеся во многих предприятиях Узбекистана, где недостаточная автоматизация финансового планирования и слабый контроль оборотного капитала приводят к значительным кассовым разрывам и снижению операционной устойчивости.

#### Рекомендации

Результаты анализа показывают, что ключевые проблемы управления денежными потоками предприятий Узбекистана имеют устойчивый и накопительный характер. Замедление оборачиваемости капитала, рост дебиторской задолженности, удлинение операционных циклов и недостаточная автоматизация финансовых процессов последовательно усиливались в течение 2021–2024 годов. Для повышения устойчивости cash-flow системы необходим комплекс мер, включающий организационные, технологические и стратегические изменения. На основе международной практики (Nestlé, Tata Group, Severstal) [9; 10; 11] и анализа деятельности АО «Dori-Darmon» можно выделить несколько направлений оптимизации.

Во-первых, важным направлением является внедрение цифровых инструментов казначейского управления. Опыт Nestlé подтверждает, что централизация финансовых операций и переход на автоматизированные платформы повышают прозрачность денежных потоков, сокращают время обработки транзакций и повышают точность прогнозирования [9]. Для предприятий Узбекистана это означает необходимость замены ручных методов планирования специализированными программными системами, обеспечивающими ежедневный мониторинг ликвидности и раннее выявление кассовых разрывов [2; 4].

Во-вторых, требуется усиление контроля над дебиторской задолженностью, поскольку именно её рост является одним из ключевых факторов удлинения финансового цикла. Для Dori-Darmon критическим стало увеличение периода инкассации до 384 дней, что негативно влияет на оборотный капитал [13]. Международная практика рекомендует внедрение электронных систем выставления счетов (e-invoicing), автоматизацию напоминаний, дифференцированную кредитную политику для отдельных типов клиентов и использование механизмов скидок за раннюю оплату [9; 10]. Эти меры позволяют ускорить возврат средств и снизить нагрузку на оборотный капитал.

В-третьих, оптимизация запасов становится обязательным направлением повышения эффективности денежных потоков. Увеличение периода их оборота свидетельствует о необходимости совершенствования логистического планирования и прогнозирования спроса. Применяемые Tata Group методы интеграции ERP-систем и прогнозных алгоритмов позволяют сократить избыточные запасы и ускорить их оборачиваемость [10]. Адаптация подобных подходов в Dori-Darmon может снизить объём замороженного капитала и улучшить операционный cash flow.

В-четвёртых, повышение устойчивости финансового потока требует совершенствования структурного управления оборотным капиталом. Международная практика демонстрирует эффективность инструментов «cash pooling», перераспределения денежных ресурсов между подразделениями компании, а также гибких графиков расчётов с поставщиками [9; 11]. Их внедрение позволит уменьшить потребность в краткосрочном заемном финансировании и сократить зависимость от внешних источников ликвидности.

Наконец, важным направлением является развитие системы прогнозирования денежных потоков. Использование сценарного

анализа, применяемого Severstal, позволяет учитывать сезонные колебания, изменения спроса и возможные внешние риски [11]. Для Dori-Darmon внедрение подобных моделей обеспечит своевременное выявление периодов потенциального дефицита ликвидности и позволит корректировать стратегию управления денежными потоками заранее.

В совокупности оптимизация денежного потока предполагает внедрение цифровых решений, совершенствование кредитной и логистической политики, пересмотр механизмов управления оборотным капиталом и внедрение современных инструментов финансового планирования. Реализация данных рекомендаций позволит предприятиям повысить финансовую устойчивость, а Dori-Darmon — сократить финансовый цикл и улучшить эффективность использования финансовых ресурсов в условиях динамичной экономической среды.

#### Заключение

Проведённое исследование показало, что управление денежными потоками является одним из ключевых факторов финансовой устойчивости предприятий Узбекистана, особенно в условиях нарастающей экономической неопределённости и изменения операционной среды. Анализ теоретических подходов и международной практики подтверждает, что эффективность cash-flow менеджмента определяется согласованностью финансовых процессов, скоростью оборота капитала, качеством прогнозирования и уровнем автоматизации казначейских функций. Эти элементы формируют основу для устойчивого развития предприятий и позволяют снижать риски ликвидности.

Исследование деятельности АО «Dori-Darmon» за 2021–2024 годы выявило последовательное ухудшение ключевых показателей, отражающих качество управления денежными потоками. За анализируемый период наблюдалось устойчивое снижение рентабельности, сокращение ликвидных средств, значительный рост дебиторской задолженности и существенное удлинение финансового цикла. Показатели свидетельствуют не о краткосрочном ухудшении, а о системном ослаблении оборотоспособности капитала, что указывает на наличие структурных дисбалансов в финансовой модели предприятия [13].

Сопоставление результатов анализа с международным опытом демонстрирует, что повышение эффективности cash-flow управления возможно только при комплексном внедрении современных технологий: цифровизации казначейства, интеграции ERP-систем, оптимизации управления оборотным капиталом и использовании сценарного прогнозирования. Эти инструменты позволяют сокращать продолжительность финансового цикла, ускорять возврат средств и повышать точность планирования.

Таким образом, результаты исследования подчёркивают необходимость модернизации системы управления денежными потоками отечественных предприятий в направлении цифровизации, прозрачности и оперативности финансовых процессов. Реализация предложенных мер позволит компаниям Узбекистана повысить финансовую устойчивость и адаптивность, а для АО «Dori-Darmon» создаст основу для восстановления эффективности оборота капитала и обеспечения устойчивого развития в условиях динамичной экономической среды.

#### Foydalanilgan adabiyotlar (Литературы/ References):

1. Указ Президента Республики Узбекистан № УП–158 от 11.09.2023 г. «О Стратегии развития “Узбекистан — 2030”».
2. Brigham, E. F., Ehrhardt, M. C. «Financial Management: Theory and Practice.» — Cengage Learning, 2020. — pp. 112–135; 210–225.
3. Gitman, L. J., Zutter, C. J. *Principles of Managerial Finance.* — Pearson, 2019. — pp. 95–118.
4. Higgins, R. *Analysis for Financial Management.* — McGraw-Hill Education, 2022. — pp. 73–102.
5. Miller, M. H., Orr, D. *A Model of the Demand for Money by Firms.* Quarterly Journal of Economics, 1966. — Vol. 80. — pp. 413–435.
6. Baumol, W. J. *The Transactions Demand for Cash: An Inventory-Theoretic Approach.* Quarterly Journal of Economics, 1952 — Vol. 66. — pp. 545–556.
7. OECD. *Corporate Finance and Cash Flow Management in Emerging Markets.* Paris: OECD Publishing, 2021.
8. World Bank. *Enterprise Surveys: Financial Flows and Liquidity Constraints in Developing Economies.* Washington, DC, 2020.
9. Nestlé Global Treasury Report. *Treasury Digitalization and Cash Pooling Practices.* Nestlé S.A., 2022.
10. Tata Group. *Annual Financial Review. Working Capital Transformation and ERP Integration.* Tata Consultancy Services, 2021.
11. Severstal. *Annual Integrated Report: Cash Flow and Risk Management Practices.* Severstal PJSC, 2023.

12. Министерство экономики и финансов Республики Узбекистан. Аналитический отчёт о финансовой устойчивости предприятий. Ташкент, 2023. Финансово-экономические показатели АО «Dori-Darmon» за 2021–2024 годы.
  13. Jiyanova N.E. The Importance of Digital Economy in the Effective Use of Financial Resources of Enterprises // (January 12, 2020). TJS - Tematics journal of Sociology ISSN 2277-2987, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3760524> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.376054>
  14. Nargiza Jiyanova, Mashkhura Sharapova, Dilnoza Tadjibekova, Dildora Tashmuxeimedova. Innovative Economy: Barriers And Prospects//International Journal of Advanced Science and Technology Vol. 29, No. 7, (2020), pp. 2087-2092 <http://sersc.org/journals/index.php/IJAST/issue/view/283>
- Жиянова Н.Э., Азимжонова М. Цифровая трансформация банков как путь к устойчивому развитию экономики// "Science and Education" Scientific Journal Vol. 2 2021. № 11, 1186-1197.