



## YIRIK INVESTITSIYA LOYIHALARINI MOLİYALASHTIRISHDA YUZAGA KELUVCHI RISKLAR

**Toshpo'latov Alisher Kenjayevich**

Mustaqil tadqiqotchi

Zamonaviy iqtisodiy sharoitda yirik investitsiya loyihalari mamlakatning sanoat, infratuzilma va texnologik rivojlanishining asosiy dvigateli hisoblanadi. Bunday loyihalarni moliyalashtirish – ko'p hollarda bir necha banklar va moliyaviy institutlarning resurslarini birlashtirishni talab qiladigan murakkab jarayondir. Biroq, loyiha miqyosi qanchalik katta bo'lsa, uning amalga oshirilishi davomida yuzaga keladigan noaniqliklar va xavf-xatarlar ham shunchalik yuqori bo'ladi. Shu sababli, yirik investitsiya loyihalarini moliyalashtirishda risklarni to'liq va tizimli tahlil qilish, ularni boshqarishning samarali mexanizmlarini ishlab chiqish dolzarb ilmiy-amaliy vazifadir.

Mazkur tezisda yirik investitsiya loyihalarini moliyalashtirish jarayonida yuzaga keladigan asosiy risk turlari, ularning kelib chiqish sabablari, o'zaro bog'liqligi va kamaytirish yo'llari yoritiladi. Shuningdek, risklarni boshqarishda qo'llaniladigan vositalar tizimlashtirilib, xalqaro va mahalliy amaliyot misollari asosida tavsiyalar ishlab chiqiladi.

Yirik loyihalarni moliyalashtirishda risklarni aniq tasniflash ularni boshqarishning birinchi va eng muhim qadamidir. Ilmiy adabiyotlarda va bank amaliyotida risklar odatda quyidagi asosiy guruhlariga ajratiladi: kredit riski, investitsion (samaradorlik) riski, valyuta riski, likvidlik riski, siyosiy va huquqiy risk. Quyidagi 1-jadvalda ushbu risklarning qisqacha mazmuni va asosiy kelib chiqish omillari keltirilgan.

**1-jadval**

### Yirik investitsiya loyihalarini moliyalashtirishda asosiy risklar va ularning tavsifi<sup>1</sup>

Risk turi	Mazmuni	Asosiy kelib chiqish omillari
Kredit riski	Qarz oluvchining majburiyatlarini bajarish qobiliyatining pasayishi	Qarz oluvchining moliyaviy ahvoli yomonlashuvi, biznes-rejaning bajarilmasligi, garov qiymatining tushishi
Investitsion risk	Loyihadan kutilgan daromad va samaraga erishilmasligi	Noto'g'ri marketing tahlili, texnologik qarorlarning xatoligi, raqobatning kuchayishi
Valyuta riski	Valyuta kursi o'zgarishi hisobiga kredit yuklamasining ortishi	Milliy valyutaning qadrsizlanishi, eksport daromadlarining pasayishi, valyuta bozorida beqarorlik
Likvidlik riski	Bankning o'z vaqtida to'lov qobiliyatini yo'qotishi	Uzoq muddatli aktivlar va qisqa muddatli majburiyatlar o'rtasidagi nomuvofiqlik, kutilmagan depozit chiqib ketishi

<sup>1</sup> Muallif ishlanmasi

Siyosiy va huquqiy risk	Qonunchilikdagi o'zgarishlar yoki siyosiy beqarorlik tufayli loyiha sharoitlarining yomonlashishi	Soliq rejimining o'zgarishi, litsenziyalash tartiblarining murakkablashishi, xorijiy kapitalga cheklolar
-------------------------	---	--

Ushbu risklar bir-biri bilan chambarchas bog'liq. Masalan, valyuta kursining keskin tushishi bir vaqtning o'zida qarz oluvchining kredit yuklamasini oshiradi (valyuta riski), uning daromadini pasaytiradi (investitsion risk) va kreditni qaytarmaslik ehtimolini oshiradi (kredit riski). Shu sababli risklarni boshqarishda kompleks yondashuv zarur<sup>2</sup>.

Kredit riski – bu qarz oluvchining o'z zimmasiga olgan majburiyatlarini (asosiy qarz va foizlarni) belgilangan muddatda va to'liq hajmda bajara olmasligi ehtimoli. Yirik investitsiya loyihalarida kredit riski odatdagi iste'mol yoki kichik biznes kreditlariga nisbatan ancha murakkab bo'ladi. Buning sabablari:

Loyihaning uzoq muddatlilik (5–10 yil va undan ortiq) davomida iqtisodiy sharoitlar tubdan o'zgarishi mumkin.

Ko'pincha loyiha tashabbuskori yangi tashkil etilgan maxsus maqsadli vosita (SPV) bo'lib, uning kredit tarixi va moliyaviy ko'rsatkichlari cheklangan.

Yirik loyihalarda bir nechta kreditorlar (bank sindikati) ishtirok etadi, bu esa o'zaro kelishuv, axborot asimmetriyasi va tashuvchi muammosini keltirib chiqaradi.

Kredit riskini boshqarishning asosiy usullari: qarz oluvchining moliyaviy holatini doimiy monitoring qilish, loyiha hisobotlarining muntazam auditori, garov va kafolatlarni yetarli darajada ta'minlash, shuningdek, kredit sindikati ichida riskni taqsimlash mexanizmlarini ishlab chiqish<sup>3</sup>.

Investitsion risk loyihadan olinadigan haqiqiy daromadning rejalashtirilgan daromaddan past bo'lishi bilan bog'liq. Bu risk yirik loyihalarda ayniqsa yuqori, chunki ular ko'pincha yangi bozorlarni o'zlashtirish, ilg'or texnologiyalarni joriy etish yoki noyob tabiiy resurslarni qazib olish kabi murakkab vazifalarni o'z ichiga oladi. Investitsion riskning asosiy omillari:

Bozor riski – mahsulot yoki xizmatlarga talabning prognozdan past bo'lishi, raqobatning kuchayishi.

Texnologik risk – tanlangan texnologiyaning samarasizligi yoki uning joriy etilishidagi kechikishlar.

Operatsion risk – loyihani boshqarishda xatoliklar, malakali kadrlar yetishmasligi, ta'minot zanjiridagi uzilishlar.

Investitsion riskni pasaytirish uchun loyihaning texnik-iqtisodiy asoslanishini (TIA) mustaqil xalqaro ekspertizadan o'tkazish, eng yomon, bazaviy va optimistik stsenariylarni modellashtirish, shuningdek, loyihaning asosiy bosqichlaridan keyin moliyalashtirishni tranchlarga bo'lish tavsiya etiladi<sup>4</sup>.

Yirik investitsiya loyihalari ko'pincha xorijiy uskunalari, texnologiyalar yoki xizmatlarni sotib olishni talab qiladi. Shu sababli kreditlar xorijiy valyutada (odatda AQSH dollari yoki yevroda) olinadi. Biroq loyihaning asosiy daromadi milliy valyutada shakllanadi. Aynan shu holat valyuta riskini keltirib chiqaradi – milliy

<sup>2</sup> Norchayev A.Sh. Bank risklari va ularni boshqarishning zamonaviy usullari. – T.: "Iqtisod-Moliya", 2021. – 240 b.

<sup>3</sup> Turner G. Introduction to Project Finance. – London: Euromoney Books, 2020. – 312 p. (Ingliz tilidan tarjimada foydalanilgan).

<sup>4</sup> Rasulov B.U. Investitsiya loyihalari samaradorligini baholashda stsenariy tahlili. // "Moliya va bank ishi" elektron ilmiy jurnali. – 2022. – №2. – 48–55 b.

valyutaning kursi pasayganda, real qarz yuklamasi ortadi. Valyuta riskining salbiy ta'siri quyidagilarda namoyon bo'ladi:

Qarz oluvchining xizmat qilish qobiliyatining yomonlashishi (daromad o'zgarish yoki pasaygan holda, kredit to'lovlari oshadi).

Bankning balansidagi valyuta pozitsiyasining ochilib ketishi.

Agar loyiha daromadi valyutada bo'lsa (masalan, eksport), kurs o'zgarishi eksport tushumlariga ham ta'sir qiladi.

Valyuta riskini boshqarishda forward, svop va opsiyon kabi derivativ vositalardan foydalanish mumkin. Shu bilan birga, loyiha tashabbuskori va bank o'rtasida valyuta riskini taqsimlash bo'yicha maxsus kelishuvlar (masalan, daromad ulushi asosida) tuzilishi ham samarali usul hisoblanadi<sup>5</sup>.

Likvidlik riski – bu bankning o'z moliyaviy majburiyatlarini (depozitorlar oldidagi, kreditorlar oldidagi) belgilangan muddatda bajarish qobiliyatini yo'qotishi. Yirik investitsiya loyihalarini uzoq muddatli kreditlash orqali moliyalashtirish bank aktivlarining sezilarli qismini past likvidli instrumentlarga bog'lab qo'yadi. Agar bank bir vaqtning o'zida ko'plab yirik loyihalarni moliyalashtirsa, uning likvidlik pozitsiyasi xavfli bo'lishi mumkin.

Likvidlik riskini boshqarishda quyidagi tamoyillarga amal qilish lozim.

Uzoq muddatli kreditlar va uzoq muddatli depozitlar o'rtasidagi "gap"ni (muddatlarning nomuvofiqligi) minimal darajada ushlab.

Majburiy zaxiralar va ikkinchi darajali likvid aktivlarni yetarli miqdorda saqlash.

Sindikatlashtirilgan kreditlarda ishtirok etib, riskni boshqa banklar bilan taqsimlash.

Favqulodda likvidlikni ta'minlash uchun markaziy bank bilan REPO yoki garovli kreditlash liniyalariga ega bo'lish.

Amaliyot shuni ko'rsatadiki, likvidlik riski ko'pincha boshqa risklar bilan birgalikda yuzaga keladi. Masalan, yirik qarz oluvchining to'lovga layoqatsizligi (kredit riski) bank tomonidan kutilmagan zaxira ajratishga majbur qiladi, bu esa likvidlikka bosim o'tkazadi<sup>6</sup>.

Siyosiy risk – bu davlat organlarining qarorlari yoki siyosiy jarayonlar tufayli investitsiya loyihasi shartlarining o'zgarishi. Rivojlanayotgan bozor iqtisodiyotiga ega mamlakatlarda bu risk nisbatan yuqori. Siyosiy riskning ko'rinishlari:

Soliq rejimining keskin o'zgarishi, yangi soliqlarning joriy etilishi.

Litsenziyalash, sertifikatlash va ruxsat berish tartiblarining murakkablashishi.

Xorijiy valyutani olib chiqish yoki repatriatsiya qilishga cheklovlar.

Davlat tomonidan mulkni musodara qilish (ekspropriatsiya) yoki milliylashtirish.

Ijtimoiy tartibsizliklar, ish tashlashlar yoki harbiy mojarolar.

Huquqiy risk esa sud tizimining samarasizligi, shartnoma huquqining noaniqligi yoki qonunlarning izchil qo'llanilmasligi bilan bog'liq. Yirik xorijiy investorlar va banklar odatda huquqiy riskni kamaytirish uchun xalqaro arbitraj haqida kelishuvlar

<sup>5</sup> Hakimov Z.T. Valyuta risklarini xedjlash: xalqaro tajriba va O'zbekiston imkoniyatlari. // Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar. – 2023. – №1. – 24–31 b.

<sup>6</sup> Greuning, H. van, Bratanovic, S. B. Analyzing and Managing Banking Risk: A Framework for Assessing Corporate Governance and Financial Risk. – Washington: World Bank, 2021. – 450 p.

(masalan, ICC yoki LCIA) va investitsiyalarni sug'urtalash (MIGA kafolatlari) kabi vositalardan foydalanadilar<sup>7</sup>.

Riskni boshqarish – bu uni to'liq bartaraf etish emas, balki maqbul chegaralarda ushlab turish va kutilmagan yo'qotishlarni minimallashtirish jarayonidir. Yirik investitsiya loyihalari kontekstida risklarni boshqarishning quyidagi asosiy usullari qo'llaniladi:

Riskni identifikatsiya qilish – barcha mumkin bo'lgan xavf omillarini ro'yxatga olish va tasniflash.

Riskni miqdoran baholash – VaR (Value at Risk), stress-testlar, stsenariy tahlili va Monte-Karlo simulyatsiyasidan foydalanish.

Riskni kamaytirish – xedjlash, diversifikatsiya, garov va kafolatlar.

Riskni o'tkazish – sug'urtalash, sindikatlashtirilgan kreditlash, sub-katilish shartnomalari.

Riskni qabul qilish – ma'lum chegaradagi riskni bank o'z kapitali hisobidan qoplash.

Quyidagi 2-jadvalda asosiy risk turlari va ularni boshqarishning eng samarali vositalari tizimlashtirilgan.

2-jadval

### Yirik investitsiya loyihalarida risklarni boshqarish vositalari<sup>8</sup>

Risk turi	Boshqarish vositalari
Kredit riski	Qarz oluvchining moliyaviy monitoringi, garov qiymatini muntazam qayta baholash, sug'urta kompaniyalari kafolatlari, kredit derivativlar
Investitsion risk	Mustaqil TIA ekspertizasi, stsenariy modellashtirish, loyihani bosqichlarga bo'lib moliyalashtirish, texnologik audit
Valyuta riski	Forvard va svop shartnomalari, valyuta opsiioni, daromad va xarajat oqimlarini valyuta bo'yicha muvozanatlash
Likvidlik riski	Muddatlarni taqsimlash jadvali (gap tahlili), favqulodda likvidlik zaxirasi, Markaziy bank bilan repo liniyasi
Siyosiy va huquqiy risk	Siyosiy risklarni sug'urtalash (MIGA, OPIC), xalqaro arbitraj sharti, davlat bilan investitsiya shartnomasi, lobbichilik

Ushbu vositalardan samarali foydalanish bank yoki moliyaviy institutning risk-menejment tizimining yetukligini ko'rsatadi<sup>9</sup>.

Rivojlangan mamlakatlarda (AQSh, Buyuk Britaniya, Germaniya) yirik loyihalarni moliyalashtirishda risklarni boshqarish uzoq tarixga ega. Masalan, loyihaviy moliyalashtirish (project finance) doirasida barcha risklar – qurilish, operatsion, bozor, siyosiy – maxsus shartnoma va kelishuvlar orqali loyiha ishtirokchilari (xorijiy investorlar, quruvchi pudratchi, texnologiya provayderi, mahsulot xaridori, sug'urtalovchi) o'rtasida taqsimlanadi. Bunda hech bir tomon o'zi boshqara olmaydigan riskni o'z zimmasiga olmaydi.

O'zbekiston sharoitida yirik investitsiya loyihalari, birinchi navbatda, davlat dasturlari doirasida amalga oshirilmoqda. So'nggi yillarda xususiy sheriklik va

<sup>7</sup> Salimov D.Q. Investitsiyalarni siyosiy risklardan sug'urtalash: MIGA mexanizmi. // "Xalqaro moliya va hisob" ilmiy to'plami. – 2022. – №4. – 62–69 b.

<sup>8</sup> Muallif ishlanmasi

<sup>9</sup> G'ofurov N.M. Tijorat banklarida risk-menejment tizimini takomillashtirish yo'llari. – T.: "Akademnashr", 2023. – 196 b.

loyihaviy moliyalashtirish elementlari joriy etilayotgan bo‘lsa-da, risklarni boshqarish madaniyati hali talab darajasida emas. Xususan, valyuta va siyosiy risklarni xedjlash bo‘yicha mahalliy moliya bozorida derivativ vositalar deyarli rivojlanmagan. Shuningdek, ko‘pgina yirik loyihalarning texnik-iqtisodiy asoslanishi ekspertizasi rasmiy xususiyatga ega bo‘lib, mustaqillik va chuqurlik yetishmaydi.