



МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ ПРОЕКТОВ РЕАЛИЗУЕМЫХ ЗА  
СЧЕТ ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ И КРЕДИТОВ ПОД  
ГОСУДАРСТВЕННУЮ ГАРАНТИЮ

Маматкулова Надира Маккамовна  
ТАСУ, доцент кафедры «Менеджмент»  
[2025nodi@gmail.com](mailto:2025nodi@gmail.com)

**Annotatsiya.** *Ushbu maqolada to'g'ridan - to'g'ri xorijiy investitsiyalar va davlat kafolati ostida olingan kreditlar hisobidan amalga oshirilayotgan investitsiya loyihalarining metodologik yondoshuvlari tahlil qilinadi. Moliyaviy va iqtisodiy ko'rsatkichlar, jumladan sof joriy qiymat (NPV), ichki rentabellik darajasi (IRR), daromadlilik indeksi (PI), shuningdek ijtimoiy-iqtisodiy foyda va xavf omillari ko'rib chiqiladi. Maxsus e'tibor O'zbekistondagi iqtisodiy tadqiqotlar va islohotlar markazi (ITIM) tomonidan ishlab chiqilgan infratuzilma loyihalarini baholash metodikasiga qaratiladi. Hukumat kafolatlari bilan bog'liq muammolar va cheklovlar muhokama qilinadi hamda bunday loyihalar uchun shaffoflik va barqarorlikni oshirish bo'yicha tavsiyalar beriladi.*

**Kalit so'zlar:** *to'g'ridan - to'g'ri xorijiy investitsiyalar, davlat kafolati, samaradorlik baholash, investitsiya loyihalari, sof joriy qiymat (NPV), ichki rentabellik darajasi (IRR), daromadlilik indeksi (PI), davlat-xususiy sheriklik.*

**Аннотация.** *Данная статья рассматривает методологические подходы проектов, реализуемых за счёт прямых иностранных инвестиций и кредитов, предоставленных под государственную гарантию. Анализируются ключевые финансовые и экономические показатели — такие как чистая приведённая стоимость (NPV), внутренняя норма доходности (IRR), индекс доходности (PI) — а также социально-экономическая отдача и рисковые факторы. Особое внимание уделяется методике, разработанной Центром экономических исследований и реформ (ЦЭИР) Узбекистана для оценки инфраструктурных проектов, финансируемых централизованными источниками, включая внешний долг. Рассматриваются проблемы и ограничения, связанные с государственными гарантиями, и даются рекомендации по повышению прозрачности и устойчивости таких проектов.*

**Ключевые слова:** *Прямые иностранные инвестиции, государственная гарантия, оценка эффективности, инвестиционные проекты, чистая приведённая стоимость (NPV), внутренняя норма доходности (IRR), индекс доходности (PI), государственно-частное партнерство.*

**Abstract.** *This article examines methodological approaches to evaluating projects financed by foreign direct investment (FDI) and loans under government guarantees. It analyzes key financial and economic indicators — such as net present value (NPV), internal rate of return (IRR), profitability index (PI) — as well as socio-economic returns and risk factors. Special attention is given to the methodology developed by the center for economic*



## TANQIDIY NAZAR, TAHLILIIY TAFAKKUR VA INNOVATSION G'OYALAR



*research and reforms (CERR) of Uzbekistan for assessing infrastructure projects financed from centralized sources, including external debt. The article discusses the challenges and limitations associated with government guarantees and provides recommendations to enhance the transparency and sustainability of such projects.*

**Keywords:** *foreign direct investment (FDI), government guarantee, efficiency evaluation, investment projects, net present value (NPV), internal rate of return (IRR), profitability index (PI), public-private partnership (PPP).*

Инвестиции, полученные за счёт прямых иностранных вкладов и кредиты, предоставляемые под государственные гарантии, становятся в современном глобальном контексте ключевыми инструментами финансирования крупномасштабных инфраструктурных и социальных проектов. Для стран с развивающейся экономикой, таких как Узбекистан, эти источники финансирования открывают дополнительные возможности для модернизации инфраструктуры, роста производственных мощностей и обеспечения устойчивого экономического развития. Тем не менее привлечение таких средств несёт с собой значительные риски: долговые обязательства, нагрузка на бюджет, потенциальная неоправданная нагрузка на государственные гарантии. В связи с этим адекватная, прозрачная и всесторонняя методология оценки эффективности таких проектов крайне важна для принятия обоснованных решений инвесторами, правительством и международными финансовыми организациями.

Ключевые финансовые показатели оценки инвестиционных проектов традиционно включают чистую приведённую стоимость (NPV), внутреннюю норму доходности (IRR) и индекс доходности (PI). Эти метрики позволяют прогнозировать выгоды и потоки денежных средств, дисконтировать их на текущий момент, и оценивать, оправдывают ли будущие доходы вложения с учётом временной стоимости денег. Метод анализа «затраты — выгоды» применяется для того, чтобы взвесить все денежные притоки и оттоки, особенно в инфраструктурных проектах. Такой подход позволяет оценивать даже те выгоды, которые не отражаются напрямую в денежном выражении, например, улучшение качества жизни населения, сокращение времени в пути, экологические преимущества.

Особое значение имеют социально-экономические эффекты: создание рабочих мест, улучшение инфраструктуры, рост ВВП, повышение мобильности населения и доступности услуг. Для оценки этих аспектов часто применяются эконометрические модели, учитывающие влияние инвестиций на демографические и социальные параметры. Например, в Узбекистане исследователи использовали эконометрические подходы для анализа эффективности социальных инвестиций, оценивая их влияние на население, доходы и демографию.

Институциональная составляющая оценки играет критическую роль. Государственные гарантии подразумевают, что правительство берет на себя часть



## TANQIDIY NAZAR, TAHLILIIY TAFAKKUR VA INNOVATSION G‘OYALAR



рисков, связанных с кредитами, что может снизить воспринимаемую рисковость проекта для кредиторов. Однако это также создаёт потенциальные обязательства и скрытые риски для государственного бюджета. Необходимо тщательно анализировать распределение рисков: кто несёт их в случае неудачи — частный инвестор, государство или международные организации? Каково качество гарантий — явные или неявные? В мировой практике изучаются последствия неявных гарантий, их влияние на кредитные рейтинги муниципальных и инфраструктурных облигаций, и как регулирование может уменьшать риск злоупотреблений.

В контексте Узбекистана значительный вклад в разработку подходов к оценке внес Центр экономических исследований и реформ (ЦЭИР). В 2021 году ЦЭИР представил новую методику оценки критериев эффективности инвестиционных проектов, финансируемых централизованно (включая внешние кредиты под государственную гарантию). Эта методика основана на руководстве Азиатского банка развития (АБР) по экономической оценке инфраструктурных проектов и охватывает анализ спроса, затрат и выгод, распределение рисков и планирование ресурсов. ЦЭИР подчёркивает необходимость мониторинга на этапах отбора, реализации и постинвестиционного периода — то есть не ограничиваться лишь предварительной оценкой, но и отслеживать фактический результат после завершения проекта.

Нормативно-правовая база Узбекистана также поддерживает этот подход. В постановлениях правительства устанавливаются обязательства по системному мониторингу исполнения гарантий и обязательств. Согласно документам, правительство требует, чтобы министерства и ведомства предоставляли данные о реализации проектов, включая состояние инвестиций и возврат по долговым обязательствам, а также ведение единой базы инвестиционных предложений. Такой режим обеспечивает прозрачность и контроль, снижает риск недобросовестного использования гарантий, и позволяет своевременно реагировать на проблемы при реализации проектов.

Практика мониторинга государственных инвестиций в Узбекистане подтверждает важность постоянной оценки. Например, ЦЭИР в своих отчетах подчеркивает, что без должного мониторинга даже хорошо спроектированные проекты могут дать низкую отдачу, если они реализуются неэффективно или изменяются условия.

При оценке таких проектов важную роль играет чувствительный анализ сценариев. Эти сценарии моделируют «базовый», «оптимистичный» и «пессимистичный» варианты развития проекта, с учётом возможных макроэкономических шоков, изменения процентных ставок, инфляции и других факторов. Анализ чувствительности помогает выявить, какие риски наиболее критичны, и какие параметры проекта требуют усиленного контроля.

После завершения проекта надёжная оценка должна продолжаться в пост инвестиционной фазе. Это включает в себя верификацию количественных и качественных показателей: соответствие фактических доходов и затрат





## TANQIDIY NAZAR, TAHLILIY TAFAKKUR VA INNOVATSION G'UYALAR



запланированным, достижение социальных целей (например, число новых рабочих мест, рост доступа к инфраструктуре), и оценку воздействия проекта на экономику региона. Если результаты существенно отличаются от прогнозируемых, требуется анализ причин и корректировка подходов к будущим проектам.

Важно также рассмотреть институциональные факторы: независимую экспертную оценку проектов, публичную отчётность, участие общественности и заинтересованных сторон на всех этапах. Использование балльных или скоринговых моделей может помочь объективно оценить проекты на стадии отбора, особенно когда речь идет о ГЧП (государственно-частных партнёрствах). Такие модели учитывают финансовые, социальные, экологические и институциональные критерии.

В Узбекистане эффективность привлечения инвестиций подтверждается данными Института макроэкономических и региональных исследований. Согласно их анализу, проекты модернизации и строительства новых предприятий улучшили структуру основного капитала: доля нового оборудования выросла, уровень износа снизился, производительность труда и экспорт ориентированность экономики увеличились. Эти результаты свидетельствуют о том, что, при правильной оценке и мониторинге, проекты с прямыми иностранными инвестициями и гарантиями могут приносить значительную экономическую выгоду.

Тем не менее реализация подобных проектов не лишена проблем. Во-первых, государственные гарантии несут риск для бюджета. Если проект терпит неудачу или доходы ниже прогнозируемых, государство может оказаться обязанным погашать долги, что создает долговое бремя. Во-вторых, есть риск морального риска: участники проекта могут принимать избыточные риски, зная, что государство обеспечит покрытие обязательств. В-третьих, отсутствие прозрачности и слабый институциональный контроль могут приводить к несоответствию между прогнозами и фактическими результатами, а также к коррупции или неэффективному использованию средств.

Мировая практика также показывает, что инфраструктурные инвестиции, даже при государственной поддержке, не всегда генерируют положительную отдачу. В исследовании китайского опыта отмечается, что инфраструктура, финансируемая за счёт долга, при неправильном управлении может вести не к устойчивому росту, а к наращиванию неустойчивой долговой нагрузки. Эти выводы подчеркивают необходимость строгих методов оценки и управления рисками.

Чтобы повысить эффективность проектов прямых иностранных инвестиций и гарантийных кредитов, можно рекомендовать несколько ключевых мер. Во-первых, государствам следует принимать стандартизированные методики оценки, такие как методика ЦЭИР, которая сочетает экономический, финансовый и социальный анализ, а также предполагает мониторинг и верификацию. Во-вторых, введение публичной отчётности и участие общественности в выборе проектов помогут повысить прозрачность и доверие. В-третьих, необходимо создание независимых экспертных





групп, способных проводить оценки на стадии планирования, отбора и после завершения проектов. В-четвёртых, важно применять чувствительный анализ и стресс-тестирование, чтобы заранее моделировать различные макроэкономические сценарии и их влияние на стабильность проекта.

Кроме того, институциональное укрепление — создание механизмов для распределения рисков — крайне важно. Государство должно четко определить, какую часть риска оно готово нести, и где допустимо участие частных инвесторов или международных организаций. Стратегии снижения рисков могут включать страхование, частичное разгрузку ответственности или создание специальных фондов для покрытия гарантийных обязательств.

Также стоит рассмотреть введение интегральных подходов к оценке, объединяющих финансовые и нефинансовые показатели. Например, можно использовать системы сбалансированных показателей или рейтинговые модели, где проект получает баллы по различным критериям: экономическая отдача, социальное воздействие, экологическая устойчивость, институциональные риски и т.д. Это позволит сравнивать проекты не только с точки зрения прибыли, но и с точки зрения общественной ценности и устойчивости.

В заключение, оценка эффективности проектов, реализуемых за счёт прямых иностранных инвестиций и кредитов под государственную гарантию, требует системного, интегрированного подхода. Такой подход должен включать не только традиционные финансовые метрики, но и социально-экономическую отдачу, институциональные и рискованные аспекты, а также механизм постоянного мониторинга. Применение продуманных методик, таких как разработанная ЦЭИР методология, совместно с механизмами прозрачности и контроля, может существенно повысить устойчивость, эффективность и общественную ценность таких проектов.

Исходя из вышеизложенных выводов, можно предложить следующие рекомендации:

- ♦ Внедрить стандартизированную методологию оценки (например, методику ЦЭИР) для всех инфраструктурных и ГЧП-проектов, финансируемых прямыми иностранными инвестициями и гарантийными кредитами.
- ♦ Установить механизмы публичной отчетности и участия общественности в репозиционировании проектов — на этапах планирования, реализации и после завершения.
- ♦ Создать независимые экспертные комитеты или группы для оценки проектов, их рисков и результата.
- ♦ Использовать чувствительный анализ и сценарное моделирование, чтобы оценить устойчивость проектов при неблагоприятных экономических условиях.
- ♦ Разработать интегрированные модели оценки, которые объединяют финансовые, социальные, экологические и институциональные критерии.





- ♦ Внедрить механизмы распределения рисков, такие как фонды гарантий, страховые инструменты или частичное участие частного сектора, чтобы снизить нагрузку на бюджет.
- ♦ Проводить регулярный мониторинг и верификацию после завершения проектов для оценки фактической отдачи и корректировки будущих стратегий.

### **Литература**

1. ЦЭИР представил новую методику по оценке критериев эффективности инвестиционных проектов. <https://review.uz/post/ceir-predstavil-novuyu-metodiku-po-ocenke-kriteriev-effektivnosti-investicionnx-proektov>
2. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан, от 23.03.2011 г. № 84 «О мерах по укреплению структурных подразделений органов государственного и хозяйственного управления и других организаций, а также крупных предприятий, ответственных за инициирование и реализацию инвестиционных проектов». <https://lex.uz/ru/docs/1760605>
3. Оценка эффективности инвестиционных проектов. <https://www.moedelo.org/club/article-knowledge/ocenska-effektivnosti-investicionnyh-proektov>
4. Узбекистан открыт для инвестиций. <https://e-cis.info/news/567/128483/>
5. Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР — 2024. Евразийский регион. Евразийский банк развития. [eabr.org/upload/iblock/29e/EDB\\_2024\\_MVI\\_Evroregion\\_Summary\\_RU.pdf](http://eabr.org/upload/iblock/29e/EDB_2024_MVI_Evroregion_Summary_RU.pdf)
6. Постановление Президента Республики Узбекистан от 30.12.2021 г. № ПП-72 «Об утверждении Инвестиционной программы Республики Узбекистан на 2022 - 2026 годы и внедрении новых подходов и механизмов по управлению инвестиционными проектами». <https://lex.uz/docs/5801125>
7. Оценка эффективности инвестиционных проектов. <https://get-investor.ru/ocenska-ehffektivnosti-investicionnyh-proektov#popup:close>
8. Atif Ansar, Bent Flyvbjerg, Alexander Budzier and Daniel Lunn. Does infrastructure investment lead to economic growth or economic fragility? Evidence from China. Oxford Review of Economic Policy. Vol. 32, No. 3, Infrastructure, assets, and accounting. 2016. 360-390 pages. Published by: Oxford University Press. <https://www.jstor.org/stable/26363344>