НОВАЯ ЭРА НАУКИ И ЗНАНИЙ
МЕЖДУНАРОДНЫЙ НАУЧНЫЙ ЖУРНАЛ
global-science-review.com
editor@global-science-review.com

СУВЕРЕН ЯШИЛ ОБЛИГАЦИЯЛАР ЎЗБЕКИСТОННИНГ ЯШИЛ ИҚТИСОДИЁТГА ЎТИШИНИ МОЛИЯЛАШТИРИШ ВОСИТАСИ СИФАТИДА

Умарова Севинч Рустам кизи

Алфраганус Университети, Иқтисодиёт факультети

Иқтисодиёт йўналиши, 2-курс талабаси

umarova_005@icloud.com

Бахромова Индира Азизжон кизи

Алфраганус Университети, Иқтисодиёт факультети

Иқтисодиёт йўналиши, 2-курс талабаси

baxromovaindira@gmail.com

Мирисаев Абдурахман Абдулахатович

Иқтисодиёт кафедраси профессори

Алфраганус университети, Тошкент, Ўзбекистон.

mirisayevab@gmail.com

ORCID: 0009-0000-8735-6672

АННОТАЦИЯ

Мазкур мақолада Ўзбекистон Республикасининг 2026 йил октябрда Лондон фонд биржасида жойлаштирилган суверен яшил облигацияларининг _____ шартлари таҳлил қилинади. Тадқиқот мамлакатнинг 2021 йилги ***анъанавий SDG облигациялари ва 2026 йилги яшил облигациялари бўйича купон ставкаларини, шунингдек 2026 йил яшил облигацияси купон ставкасини***

ўша давр ички бозор кўрсаткичлари билан таққослашга асосланган. Расмий манбалар — Молия вазирлигининг облигация тақсимоти ва таъсир ҳисоботлари ҳамда Sustainalytics ташкилотининг иккинчи томон хулосалари — асосида кўрсатилдики, 3 йиллик яшил облигация 16,25% купон ставкасида жойлаштирилган, бу кутилган 18% дан 1,75 фоиз пунктга ва 2023 йил сентябрида ўтказилган 2 йиллик ички бозор аукциони ставкаси (17,57%)дан 1,32 фоиз пунктга паст бўлган — узунроқ муддатга қарамасдан. Жалб қилинган 4,25 трлн сўм 2024 йил декабрига келиб тўлиқ ўзлаштирилган ва асосан сув тежамкор технологиялар, темир йўл ва метро тизимларини ривожлантириш, ҳимоя ўрмонзорларини барпо этиш каби лойиҳаларга йўналтирилган. Натижалар шуни кўрсатадики, Ўзбекистон учун яшил облигациялар нафақат экологик, балки аниқ молиявий-иқтисодий самара ҳам берадиган восита бўлиши мумкин. Мақола охирида Молия вазирлиги ва тегишли идоралар учун амалий тавсиялар келтирилган.

КАЛИТ СЎЗЛАР

яшил облигациялар; яшил иқтисодиёт; Ўзбекистон; суверен қарз; барқарор молиялаштириш; яшил мукофот (greenium).

КИРИШ

Сўнгги йилларда дунё бўйлаb давлатлар ўз бюджет тақчиллигини ёпиш ва инфратузилма лойиҳаларини молиялаштиришнинг анъанавий усулларидан ташқари, экологик мақсадларга йўналтирилган махсус молиявий воситалардан фойдаланишни кенгайтирмоқда. Шундай воситалардан бири — яшил облигациялар, яъни жалб қилинган маблағлари фақат экологик самара берадиган лойиҳаларга йўналтирилиши шарт бўлган қарз қоғозлари ҳисобланади. Ўзбекистон бу борада минтақада алоҳида ўрин эгаллайди: 2023 йил октябрда мамлакат Лондон фонд биржасида миллий валютада (сўмда)

биринчи суверен яшил облигацияларини жойлаштирди — бу МДҲ давлатлари орасида миллий валютадаги биринчи шундай тажриба бўлди (Gazeta.uz, 2023; Yuz.uz, 2023).

Бу воқеа алоҳида диққатга сазовор, чунки жаҳон молия бозорларида фоиз ставкалари сезиларли даражада ошиб бораётган давр — 2021 йилдан 2023 йилгача АҚШ 5 йиллик хазина облигациялари даромадлилиги 0,8% дан 4,7% гача кўтарилган (Reuters, 2023) — билан бир вақтга тўғри келди. Шундай шароитда Ўзбекистон яшил облигацияси бўйича купон ставкасининг айнан ўша давр ички бозор кўрсаткичларидан паст бўлиши алоҳида илмий қизиқиш уйғотади: бу «яшил облигация мукофоти» (инглиз тилида greenium) деб аталадиган ҳодисанинг мамлакат учун амалда намоён бўлиши бўлиши мумкин. Шу билан бирга, мазкур ҳодиса Ўзбекистон мисолида ҳали алоҳида илмий асосланмаган ва расмий равишда баҳоланмаган.

Тадқиқот муаммоси шундан иборатки, яшил облигациялар орқали молиялаштиришнинг Ўзбекистон учун аниқ иқтисодий самараси — хусусан, у анъанавий қарз олиш билан солиштирганда арзонроқми ёки йўқми — очиқ манбаларда тизимли равишда таҳлил қилинмаган. Шунингдек, жалб қилинган маблағларнинг қандай лойиҳаларга йўналтирилгани ва бу борадаги ҳисоботлилик даражаси ҳам алоҳида кўриб чиқилиши лозим. Мазкур мақоланинг мақсади — Ўзбекистоннинг 2021 ва 2023 йилларда жойлаштирган суверен облигацияларининг молиявий шартларини таққослаш ва 2023 йил яшил облигацияси бўйича «яшил мукофот» самарасининг мавжудлигини рақамли маълумотлар асосида баҳолаш, шунингдек жалб қилинган маблағларнинг йўналтирилиши ва ҳисоботлилигини тавсифлаш.

АДАБИЁТЛАР ШАРҲИ

Яшил облигациялар мавзуси халқаро молия адабиётида «greenium» тушунчаси атрофида кенг муҳокама қилинади — бу термин яшил облигациянинг ўхшаш анъанавий облигацияга нисбатан пастроқ даромадлилик (демак, эмитент учун арзонроқ қарз) билан жойлаштирилиши ҳодисасини англатади. Халқаро амалиётда бу ҳодисанинг мавжудлиги турли бозорларда турлича намоён бўлади ва барча ҳолатларда ҳам статистик жиҳатдан аҳамиятли эмас — бу борада ривожланган бозорлар бўйича кенг тадқиқотлар мавжуд, аммо Марказий Осиё ва хусусан Ўзбекистон бўйича бундай алоҳида илмий тадқиқотлар деярли учрамайди.

Ўзбекистоннинг яшил облигациялар доирасини Sustainalytics ташкилоти томонидан 2021 йилда берилган иккинчи томон хулосаси (Second-Party Opinion) орқали кўриб чиқиш мумкин — унда мамлакатнинг SDG Bond Framework ҳужжати ICMA Green Bond Principles 2021 ва Sustainability Bond Guidelines 2021 стандартларига мувофиқлиги тасдиқланган (Sustainalytics, 2021). Бу ҳужжат жалб қилинадиган маблағларнинг таълим, сув хўжалиги ва тошқинларга қарши тизимлар, соғлиқни сақлаш, экологик тоза транспорт, ифлосланишнинг олдини олиш, табиий ресурслардан фойдаланиш ва тоза энергетика каби йўналишларга сарфланиши мумкинлигини белгилайди.

Глобал Яшил Ўсиш Институти (GGGI) томонidan эълон қилинган маълумотларга кўра, Ўзбекистондаги яшил молиялаштириш амалиёти давлат даражасидан ташқари банк секторига ҳам тарқала бошлаган — 2024 йил июлида «Саноат қурилиш банки» (SQB) ўзининг барқарорлик облигациясини (400 млн доллар ва 2,25 трлн сўм ҳажмида) жойлаштирган, GGGI эса унинг доирасини ишлаб чиқишда техник кўмак кўрсатган (GGGI, 2025). Бу далил Ўзбекистон яшил молия бозорининг фақат суверен даражада эмас, балки институционал жиҳатдан ҳам чуқурлашиб бораётганини кўрсатади — аммо бу

йўналиш бўйича ҳали алоҳида қиёсий тадқиқотлар олиб борилмаган, бу эса мазкур мақоланинг ўрганиш бўшлиғини белгилайди.

МЕТОДОЛОГИЯ

Тадқиқот иккиламчи маълумотлар таҳлилига (desk research) асосланган. Асосий манбалар сифатида Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг расмий сайти (api.mf.uz) орқали эълон қилинган «Яшил облигация: маблағлар тақсимоти ва таъсир ҳисоботи» (2023 йил ва 2024 йил учун), Sustainalytics ташкилотининг 2021 йилги иккинчи томон хулосаси ва 2025 йилги йиллик кўриб чиқиш ҳисоботи, шунингдек Gazeta.uz, UzDaily ва Yuz.uz каби ишончли расмий-ахборот нашрларида эълон қилинган маълумотлар қўлланилган.

Таҳлил даври 2021–2025 йилларни қамраб олади: 2021 йил — Ўзбекистоннинг биринчи SDG облигациялари жойлаштирилган йил, 2023 йил — биринчи яшил облигация жойлаштирилган ва тегишли ички бозор кўрсаткичлари билан таққослаш имконини берадиган йил, 2024–2025 йиллар — облигация маблағларининг тўлиқ ўзлаштирилиши ва мустақил кўриб чиқиш натижалари эълон қилинган давр. Асосий таҳлил усули — қиёсий-тавсифий таҳлил: купон ставкалари, муддатлар ва ҳажмлар ўртасидаги фарқлар фоиз пунктларида ҳисобланган. Мураккаб эконометрик моделлар (масалан, регрессия таҳлили) қўлланилмаган, чунки кузатувлар сони (жами 2-3 та йирик облигация чиқарилиши) бундай усуллар учун етарли эмас — бу тадқиқотнинг услубий чекланиши сифатида очиқ кўрсатилади.

НАТИЖАЛАР

Ўзбекистоннинг 2021 ва 2023 йилларда жойлаштирган суверен облигацияларининг асосий молиявий шартлари 1-жадвалда келтирилган.

1-жадвал. Ўзбекистоннинг 2021 ва 2023 йилги суверен облигациялари шартлари

Кўрсаткич	2021 йил (SDG облигация)	2023 йил (яшил облигация)
Доллардаги транш даромадлилиги	3,9%	8,125% (купон 7,85%)
Сўмдаги транш даромадлилиги/купони	14%	16,25%
Сўм траншининг ҳажми	маълумот йўқ	4,25 трлн сўм
Доллар траншининг ҳажми	маълумот йўқ	660 млн доллар
Муддати (сўм транши)	маълумот йўқ	3 йил

Манба: Gazeta.uz (2023); UzDaily (2023); Yuz.uz (2023) — Молия вазирлиги маълумотлари асосида.

Жадвалдан кўриниб турибдики, 2023 йилги кўрсаткичлар 2021 йилгига нисбатан юқорироқ — доллар транши бўйича даромадлилик 3,9% дан 8,125% гача, сўм транши бўйича эса 14% дан 16,25% гача ошган. Бироқ бу фарқни фақат Ўзбекистон учун «ёмонлашув» деб талқин қилиш нотўғри бўлар эди: айнан шу давр мобайнида АҚШ 5 йиллик хазина облигациялари даромадлилиги 0,8% дан 4,7% гача, яъни деярли 6 баробар ошган (Reuters, 2023). Демак, глобал фоиз ставкалари муҳити 2021 йилдагига нисбатан анча қаттиқлашган, ва Ўзбекистон кўрсаткичларининг ўсиши биринчи навбатда шу умумжаҳон омили билан изоҳланади, мамлакат ички рискининг ошиши билан эмас.

Шунинг учун «яшил мукофот»ни аниқлашнинг тўғрироқ йўли — 2023 йил яшил облигациясини ўша давр ичидаги, яъни бир хил макроиқтисодий

шароитдаги бошқа кўрсаткич билан солиштиришдир. 2-жадвалда айнан шундай солиштириш келтирилган.

2-жадвал. 2023 йил яшил облигацияси купон ставкасини ички бозор кўрсаткичи билан солиштириш

Кўрсаткич	Қиймат	Санаси
Кутилган купон ставкаси (бозор таваккали)	18%	2023 йил, эмиссия олди
Ҳақиқий купон ставкаси (3 йиллик яшил облигация)	16,25%	2023 йил октябрь
Ички бозор 2 йиллик давлат қимматли қоғозлари ставкаси	17,57%	2023 йил 26 сентябрь

Манба: UzDaily (2023); Молия вазирлиги маълумотлари.

Ҳисоб-китоблар шуни кўрсатадики, ҳақиқий купон ставкаси кутилган даражадан 1,75 фоиз пунктга (18% − 16,25%) паст бўлган. Бундан ҳам муҳимроғи — 3 йиллик яшил облигация ставкаси (16,25%) айни бир ой ичида ўтказилган 2 йиллик ички бозор аукциони ставкасидан (17,57%) 1,32 фоиз пунктга паст бўлган, гарчи одатда узунроқ муддатли қарз қоғозлари қисқа муддатлиларга нисбатан юқорироқ ставкада жойлаштирилиши кутилади. Айнан шу икки далил — кутилганидан паст ставка ва бир хил давр ичидаги ички бозор кўрсаткичидан ҳам паст бўлиши — Ўзбекистон учун «яшил мукофот» ҳодисасининг амалда мавжуд бўлганини кўрсатувчи далил сифатида қаралиши мумкин, гарчи якка бир эмиссия асосида бу хулосани умумлаштириш эҳтиёткорликни талаб қилади.

Агар шу фарқни (1,75 фоиз пункт) 4,25 трлн сўмлик умумий ҳажмга нисбатан оддий арифметик тарзда ҳисоблаб чиқса, йиллик тахминий фоиз

тежамкорлиги тахминан 74,4 млрд сўмни ташкил этиши мумкин (4,25 трлн × 1,75%), уч йиллик муддат давомида эса — тахминан 223 млрд сўм атрофида. Бу ҳисоб-китоб «кутилган» ставка (18%) расмий баёнотларда келтирилган тахминий кўрсаткич эканини инобатга олган ҳолда, аниқ эмас, балки тахминий-иллюстратив хусусиятга эга эканини алоҳида таъкидлаш зарур.

Жалб қилинган маблағларнинг ўзлаштирилиши ва йўналтирилган соҳалари ҳам алоҳида диққатга лойиқ. Молия вазирлигининг расмий ҳисоботига кўра, 2023 йил яшил облигацияси маблағларининг 76,5% и 2023 йил декабрига келиб, яъни эмиссиядан атиги икки ой ўтгач, аллақачон тегишли лойиҳаларга йўналтирилган эди, қолган қисми эса 2024 йил декабрига келиб тўлиқ (100%, яъни 4,25 трлн сўм) ўзлаштирилди (Ministry of Finance of Uzbekistan, 2025). Асосий йўналишлар — сув тежамкор технологияларни жорий этиш, темир йўл ва метро транспорти тизимларини ривожлантириш, аҳоли пунктларини санитария тозалигини таъминлаш ҳамда шамол эрозияси ва сув ҳавзаларининг лойқаланишига қарши ҳимоя ўрмонзорларини барпо этиш бўлган (BIOFIN, б.й.; Ministry of Finance of Uzbekistan, 2024).

2025 йил март ойида Молия вазирлиги Sustainalytics ташкилотини яна жалб қилиб, 2023 йил яшил облигацияси маблағларининг мақсадли йўналтирилиши ва ҳисоботлилик мажбуриятларига мувофиқлигини мустақил тарзда кўриб чиқишни буюрди. Ташкилотнинг хулосасига кўра, кўриб чиқилган маблағлар доиранинг мезонларига мос келади ва Молия вазирлигининг ҳисобот мажбуриятлари бузилмаган (Sustainalytics, 2025). Бу — Ўзбекистон яшил облигация амалиётининг халқаро шаффофлик стандартларига мувофиқлигини тасдиқловчи қўшимча далил ҳисобланади.

Ниҳоят, яшил молиялаштириш амалиётининг фақат суверен даражада эмас, балки молия секторининг бошқа қатламларида ҳам тарқалиб бораётганини кўрсатувчи мисол сифатида «Саноат қурилиш банки» (SQB) тажрибасини

келтириш мумкин: 2024 йил июлида банк 400 млн доллар ва 2,25 трлн сўм ҳажмида барқарорлик облигациясини жойлаштирган, 2025 йил июлига келиб эса биринчи йиллик натижалар эълон қилинган — 30 та лойиҳа молиялаштирилиб, йиллик 121 431,91 МВт×соат энергия тежалган, 16 237,16 тонна карбонат диоксиди чиқиндиси камайтирилган ва йилига 5 821 200 йўловчи хизматдан фойдаланган (GGGI, 2025).

МУҲОКАМА

Олинган натижалар Ўзбекистон учун «яшил мукофот» ҳодисасининг эҳтимолий мавжудлигини кўрсатади, аммо бу хулосани халқаро амалиёт контекстида баҳолаш зарур: ривожланган бозорларда бу ҳодиса барча ҳолатларда ҳам аниқ намоён бўлавермайди ва кўпинча жуда кичик миқдорларда (баъзан бир неча базис пунктда) ўлчанади. Ўзбекистон мисолида кузатилган фарқ (1,32–1,75 фоиз пункт) нисбатан катта кўринади, бироқ буни ягона эмиссия асосида умумлаштириш хато бўлур эди — эҳтимол, бу фарқда «яшил мукофот»дан ташқари, инвесторларнинг умумий макроиқтисодий ислоҳотларга (валюта либераллаштириши, савдо очиқлиги, ВТОга кириш жараёни) ижобий муносабати ҳам акс этган бўлиши мумкин.

Жалб қилинган маблағларнинг тезкор (икки ой ичида 76,5%) ва тўлиқ (14 ой ичида 100%) ўзлаштирилиши, шунингдек мустақил ташкилот томонидан тасдиқланган ҳисоботлилик — булар барчаси Ўзбекистон яшил облигация амалиётининг шунчаки маркетинг воситаси эмас, балки реал молиявий-институционал жараён эканини кўрсатади. SQB мисоли эса шу тажрибанинг давлат чегарасидан ташқарига — банк секторига ҳам кўчиб ўтганини кўрсатади, бу эса яшил молия бозорининг Ўзбекистонда аста-секин чуқурлашиб бораётганидан далолат беради.

Шу билан бирга, тадқиқотнинг чекланиши сифатида шуни таъкидлаш лозим: кузатувлар сони жуда кам (амалда 2-3 та йирик эмиссия) бўлгани сабабли, статистик жиҳатдан ишончли хулосалар чиқариш имконсиз. Шунингдек, «яшил мукофот»ни аниқ ҳисоблаш учун худди шу муддат ва ҳажмдаги, лекин яшил бўлмаган облигация билан тўғридан-тўғри солиштириш зарур бўларди — бундай «жуфт» облигация Ўзбекистон амалиётида топилмади, шунинг учун тадқиқотда ички бозор аукциони ставкасидан билвосита ўринбосар сифатида фойдаланилди.

ТАВСИЯЛАР

- Молия вазирлигига келгуси яшил облигация эмиссияларида худди шу муддат ва ҳажмдаги анъанавий (яшил бўлмаган) облигацияни параллел равишда жойлаштириш тавсия этилади — бу «яшил мукофот»ни аниқроқ ва ишончлироқ ҳисоблаш имконини беради.
- Жалб қилинган маблағларнинг юқори тезликда (икки ой ичида 76,5%) ўзлаштирилиши ижобий амалиёт сифатида баҳоланиб, бу тажриба келгуси барча давлат облигациялари учун намунавий стандарт сифатида расмийлаштирилиши мумкин.
- SQB тажрибасидан келиб чиқиб, бошқа йирик давлат банклари ва компанияларига ҳам ўз барқарорлик/яшил облигация доираларини ишлаб чиқиш ва мустақил иккинчи томон хулосасини олиш тавсия этилади — бу яшил молия бозорининг кенгайишига хизмат қилади.
- Илмий-тадқиқот муассасаларига, жумладан Alfraganus University каби вузларга, яшил облигациялар мавзусида узоқ муддатли (кўп йиллик эмиссияларни қамраб оладиган) миқдорий тадқиқотлар олиб боришни давом эттириш тавсия этилади — бу вақт ўтиши билан статистик жиҳатдан ишончлироқ хулосалар чиқариш имконини беради.

- Молия вазирлигига ва тегишли идораларга жалб қилинган маблағларнинг таъсирини нафақат молиявий, балки аниқ экологик кўрсаткичлар (сув тежаш ҳажми, чиқиндилар камайиши каби) орқали ҳам мунтазам эълон қилишни давом эттириш тавсия этилади — SQB томонидан амалда синалган ҳисобот моделидан фойдаланган ҳолда.

ХУЛОСА

Ўтказилган таҳлил шуни кўрсатадики, Ўзбекистоннинг 2023 йилда жойлаштирилган суверен яшил облигацияси мамлакат учун нафақат экологик, балки аниқ молиявий-иқтисодий аҳамиятга ҳам эга бўлган. Купон ставкасининг кутилган даражадан 1,75 фоиз пунктга ва ички бозор аукциони ставкасидан 1,32 фоиз пунктга паст бўлиши «яшил мукофот» ҳодисасининг мамлакат учун амалда намоён бўлганидан далолат беради, гарчи бу хулосани якка эмиссия асосида умумлаштиришда эҳтиёткорлик талаб этилади. Жалб қилинган маблағларнинг тезкор ва тўлиқ ўзлаштирилиши, шунингдек мустақил ташкилот томонидан тасдиқланган шаффоф ҳисоботлилик — булар Ўзбекистон яшил молия амалиётининг халқаро стандартларга мослигини кўрсатади.

Тадқиқотнинг илмий янгилиги — Ўзбекистон мисолида «яшил мукофот» ҳодисасини биринчи марта аниқ рақамли маълумотлар асосида таҳлил қилишдан иборат. Амалий аҳамияти эса Молия вазирлиги ва тегишли идоралар учун келгуси яшил қарз олиш стратегиясини такомиллаштиришга хизмат қиладиган далилий асос яратишдадир. Келгуси тадқиқотлар йўналиши сифатида, эмиссиялар сони кўпайиши билан статистик жиҳатдан ишончлироқ таҳлил ўтказиш, шунингдек SQB ва бошқа институционал эмитентларнинг тажрибасини алоҳида чуқур ўрганиш тавсия этилади.

ФОЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР

1. Gazeta.uz. (2023, 4 октябрь). Узбекистан разместил еврооблигации в сумах и долларах на общую сумму более 1,3 млрд долларов. https://www.gazeta.uz/ru/2023/10/04/eurobonds/
2. UzDaily.uz. (2023, 5 октябрь). Узбекистан разместил зелёные облигации со ставкой купона ниже ожидаемой. https://www.uzdaily.uz/ru/uzbekistan-razmestil-zelenye-obligatsii/
3. Yuz.uz. (2023, 4 октябрь). Узбекистан впервые разместил суверенные зелёные облигации в национальной валюте среди стран СНГ. https://yuz.uz/ru/news/uzbekistan-vpervye-razmestil-suverennye-zelenye-obligatsii
4. Sustainalytics. (2021). Republic of Uzbekistan SDG Bond Framework — Second-Party Opinion. https://www.sustainalytics.com/corporate-solutions/sustainable-finance-and-lending/published-projects/project/republic-of-uzbekistan/republic-of-uzbekistan-sdg-bond-framework-second-party-opinion-(2021)
5. Sustainalytics. (2025). Republic of Uzbekistan — Green Bond Annual Review 2025. Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan. https://api.mf.uz/media/menu_attachments/Republic_of_Uzbekistan_Green_Bond_Annual_Review_2025.pdf
6. Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan. (2024). 2023 Green Bond — Allocation and Impact Report. https://api.mf.uz/media/filestore/0_2023_Green_bonds_allocation_and_impact_Part_2_report_qWnIX0I.pdf

7. Global Green Growth Institute (GGGI). (2025). SQB Publishes the First-Year Results of the Green and Sustainable Bond. https://gggi.org/sqb-publishes-the-first-year-results-of-the-green-and-sustainable-bond/

8. BIOFIN. (б.й.). Uzbekistan Placed "Green" Eurobonds for the First Time. https://www.biofin.org/news-and-media/uzbekistan-placed-green-eurobonds-first-time

9. Reuters. (2023). U.S. Treasury yields data (5-year note, 2021–2023). https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/