

№	MUNDARIJA	Page
1.	YANGI O'ZBEKISTON IQTISODIYOTI SHAROITIDA AHOLINI IJTIMOIIY HIMOYALASHNING MOLIYAVIY ZARURLIGI VA AHAMIYATI <i>Ametova Fotimajon Rozmatovna</i>	3
2.	ПРИМЕНЕНИЕ МСФО 17 В СТРАХОВОЙ СИСТЕМЕ УЗБЕКИСТАНА: ПЕРСПЕКТИВЫ ВНЕДРЕНИЯ И ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ. АНАЛИЗ РЕЗЕРВОВ И ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫХ БАРЬЕРОВ <i>Баратова Динора Алишеровна</i>	6
3.	SUG'URTA POLISINI TANLASHDAGI MUAMMO VA AFZALLIKLAR <i>Yo'ldoshova Aziza Muzaffar qizi</i>	10
4.	O'ZBEKISTONDA "YASHIL SUG'URTA" MAHSULOTLARINI JORIY ETISH MASALALARI <i>Xasanov Farrux Ravshanovich</i>	13
5.	SUG'URTA TASHKILOTLARINING INVESTITSIYA FAOLIYATINI TAKOMILLASHTIRISH <i>Umarova Gulnora Akromovna</i>	16
6.	O'ZBEKISTONDA AVTOMOBIL TRANSPORT SUG'URTASINI TAKOMILLASHTIRISH <i>Rustamov Sherzod Raxmataliyevich</i>	18
7.	O'ZBEKISTONDA AVTOTRANSPORT SUG'URTASINI RIVOJLANTIRISHDA XORIJ TAJRIBASINING O'RNI <i>Yakubova Nargiz Tursunbayevna, Rustamov Sherzod Raxmataliyevich</i>	20
8.	O'ZBEKISTONDA SUG'URTA TIZIMI VA UNDAGI XAVFLAR <i>Mirzamahmudova Madina Odiljon qizi, Akbaraliyeva Diyora</i>	22
9.	ПЕРСПЕКТИВЫ И БАРЬЕРЫ РАЗВИТИЯ ИСЛАМСКОГО СТРАХОВАНИЯ (ТАКАФУЛ) В УЗБЕКИСТАНЕ <i>Мурадова Дилдора Абдусалимовна</i>	26
10.	YASHIL SUG'URTA TURLARINI RIVOJLANTIRISH YO'NALISHLARI: ILMIY-NAZARIY VA AMALIY YONDASHUV <i>Erkaboev Yorbek Boirbekovich</i>	31
11.	MILLIY SUG'URTA BOZORIDA INFORMATSION RISKLARNI SUG'URTALASHNI TAKOMILLASHTIRISH <i>Xolbaev Azamat Yuldashovich</i>	34
12.	ПРЕИМУЩЕСТВА СТРАХОВАНИЕ И ЕГО РОЛЬ В ЭКОНОМИКЕ <i>Умарова Хуриида Олимжоновна</i>	38
13.	OLIY TA'LIM MUASSASALARINI MOLIYALASHTIRISH MANBALARINI DIVERSIFIKATSIYALASH: HOMIYLIK MABLAG'LAG'LARIDAN FOYDALANISH <i>Dildora Bohodirovna Abdusattarova</i>	42
14.	SUVEREN KREDIT REYTING AGENTLIKLARINING BAHOLASH METODOLOGIYASIDAGI KAMCHILIKLARI TAHLILI <i>Tog'ayniyazov Shohzodbek Ural o'g'li</i>	45
15.	ЗЕЛЁНЫЕ ОБЛИГАЦИИ И КРЕДИТЫ: НОВЫЙ ВЕКТОР УСТОЙЧИВОГО РОСТА УЗБЕКИСТАНА <i>Гульмухамедова Дилбар Бахтиер кизи, Каримов Комилжон Хамидович</i>	48
16.	ЗЕЛЕНАЯ ЭКОНОМИКА УЗБЕКИСТАНА: ПУТЬ К УСТОЙЧИВОМУ РАЗВИТИЮ СТРАНЫ <i>Гульмухамедова Дилбар Бахтиер кизи</i>	51

“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. Quldoshev 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.).



ЗЕЛЁНЫЕ ОБЛИГАЦИИ И КРЕДИТЫ: НОВЫЙ ВЕКТОР УСТОЙЧИВОГО РОСТА УЗБЕКИСТАНА

Гульмухамедова Дилбар Бахтиер кизи

Gulmukhamedova@gmail.com

Каримов Комилжон Хамидович

Ректор Международного Вестминстерского университета в Ташкенте
kkarimov43@gmail.com

DOI: https://doi.org/10.55439/INS/vol2_iss3/301

Annotatsiya: O'zbekistonda yashil iqtisodiyotni moliyalashtirishning asosiy vositalaridan biri bu yashil obligatsiyalar chiqarish va xalqaro moliya tashkilotlaridan imtiyozli "yashil" kreditlar olishdir. Bu mexanizmlar mamlakatimizga nafaqat barqaror rivojlanish sohasida yirik loyihalarni amalga oshirish, balki jahon maydonida ishonchli hamkor sifatidagi nufuzini mustahkamlash imkonini beradi.

Kalit so'zlar: Yashil iqtisodiyot, yashil obligatsiyalar, "yashil" tasnif (tasniflash tizimi), yashil kimyo, ESG hisobotlari, korporativ obligatsiyalar, yopiq aylanish iqtisodiyoti, barqaror rivojlanish, ekologik iqtisodiyot, ekotizim, investitsiyalar, obligatsiyalarning ikkilamchi bozori, ekologik sertifikatlash, xalqaro standartlar.

Abstract: One of the key instruments for financing the green economy in Uzbekistan is the issuance of green bonds and obtaining preferential "green" loans from international financial organizations. These mechanisms allow the country not only to implement large-scale projects in the field of sustainable development, but also to strengthen its image as a reliable partner in the world arena.

Keywords: Green economy, green bonds, green taxonomy, green chemistry, ESG reporting, corporate bonds, circular (closed-loop) economy, sustainable development, ecological economics, ecosystem, investments, secondary bond market, environmental certification, international standards.

Абстрактный: Одним из ключевых инструментов финансирования зелёной экономики в Узбекистане становится выпуск зелёных облигаций и получение льготных "зелёных" кредитов от международных финансовых организаций. Эти механизмы позволяют стране не только реализовывать масштабные проекты в сфере устойчивого развития, но и укреплять свой имидж надёжного партнёра на мировой арене.

Ключевые слова: Зеленая экономика, зеленые облигации, «зеленая» таксономия, зеленая химия, ESG-отчётность, корпоративные облигации, экономика замкнутого цикла, устойчивое развитие, экологическая экономика, экосистема, инвестиции, вторичный рынок облигаций, экологическая сертификация, международные стандарты.

Введение (Kirish /Introduction).

Масштаб зеленого перехода Узбекистана требует заметного увеличения частного финансирования для заполнения существующего разрыва расходов. Чрезмерная роль государства в экономике Узбекистана и его неразвитый внутренний рынок капитала выступают в качестве существенных ограничений и требуют диверсификации источников финансирования зеленого перехода. С 2021 года Узбекистан сделал зеленые облигации центральной частью своей стратегии по заполнению дефицита финансирования и мобилизации новых источников капитала для своих внутренних проектов зеленой инфраструктуры. [4] В этой публикации исследуется текущая рыночная и институциональная структура в Узбекистане, реформы, которые привели к недавним выпускам как суверенных, так и корпоративных тематических облигаций, и остающиеся барьеры для дальнейшего освоения инструмента. Банкам и ГП Узбекистана, которые вскоре будут приватизированы, следует опираться на опыт первых эмиссий традиционных корпоративных облигаций и выпуска банком SQB первой «зеленой» облигации. Крупным государственным банкам и предприятиям Узбекистана, многие из которых планируется в ближайшие годы приватизировать согласно Стратегии реформирования банковской системы на 2020–2025 годы (Government of Uzbekistan, 2020) [11] необходимо адаптироваться к процессу перехода к «зеленой» экономике, чтобы оставаться жизнеспособными. Они могли бы использовать «зеленые» облигации для финансирования составляющих своих собственных преобразований. Например, компания UzAuto Motors, государственный производитель автомобилей, выпустившая одну из

первых корпоративных облигаций Узбекистана, могла бы попытаться использовать «зеленую» облигацию для поддержки отечественного производства электротранспорта, определенного правительством в качестве одного из приоритетов переходного процесса в транспортном секторе.

Обзор литературы. (Adabiyotlar tahlili / Literature review).

В данной статье Министерство экономики и финансов РУз [1] представляет государственные стратегии устойчивого финансирования, включая цели по выпуску SDG-облигаций. Эти материалы отражают официальную позицию по внедрению "зелёных" инструментов и планы адаптации стандартов ESG. Ценные источники для понимания национальной политики, однако отсутствует конкретика по механике выпуска и механизмам сертификации. Центральный банк РУз [2] Предоставляет данные по регулированию рынка ценных бумаг, включая переход к международным стандартам ESG. Материалы касаются макропруденциального надзора, но не всегда содержат специфику по "зелёным" облигациям.

Постановление о водородной и возобновляемой энергетике [3]

Отражает приоритетные направления для финансирования за счёт зелёных облигаций — в частности, в области энергетики.

Это ключевой документ, позволяющий определить целевые сектора, подходящие под зелёные инвестиции. Однако отсутствует финансовый механизм реализации. Ташкентская фондовая биржа [4] Даёт реальную картину состояния рынка облигаций. Можно отследить, насколько ESG-инструменты уже интегрированы. Как показывает анализ пока рынок зелёных облигаций в Узбекистане в

зачаточном состоянии, а публикации ограничены списками без аналитики.

Стратегия банковского реформирования 2020–2025 [10] Отражает структурные реформы, в том числе связанность финансовой системы с ESG-подходами и зелёными стандартами. Проанализировав

документ создаёт предпосылки для развития "зелёных" продуктов, но не содержит их прямого описания.

Учебник "Международные бизнес-контракты"[9]. Полезен в контексте юридических аспектов структурирования облигационных выпусков, особенно с участием иностранных инвесторов.

Непосредственно не касается зелёных облигаций, но даёт базу по международному контрактному праву, что важно для кросс-граничных "зелёных" выпусков. Нормативные международные стандарты [8], [9]. ICMA и CBI Содержат международно признанные Green Bond Principles и классификации. Именно по ним строятся "зелёные" облигации по всему миру

Обязательные к использованию при разработке любой стратегии по зелёным облигациям. Однако их применение в Узбекистане пока не формализовано в национальных документах. Обзор литературы показывает, что тема зелёных облигаций в Узбекистане представляет собой перспективное, но слабо изученное направление. Существующие источники дают хорошую базу, но требуют дополнения за счёт локальных эмпирических исследований и адаптации международных стандартов к национальным условиям.

Методология (Tadqiqot usullari /Methodology).

Экспертная оценка, обобщение, сравнение, историко-логический подход, критический анализ, статистический анализ, группировка статистических данных.

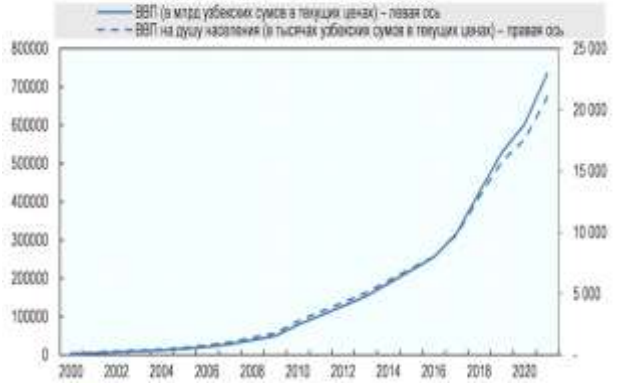
Анализ и результаты (Tahlil va natijalar Analysis and results)

Экономика Узбекистана последовательно растёт быстрыми темпами с тех пор, как в 1991 году Узбекистан стал независимым от Советского Союза: с 2010 года ВВП и ВВП на душу населения выросли, соответственно, в 3,7 раза и 2,6 раза (см. рис. 2.1). [1] В период с 2010 по 2019 год темпы роста экономики Узбекистана — второй крупнейшей экономики в Центральной Азии после соседнего Казахстана — составляли в среднем более 6 процентов в год (World Bank, 2023[2]) в результате роста экспорта сырьевых товаров, иностранных инвестиций, промышленности, услуг и частного сектора, а также стабильного прироста населения в среднем приблизительно на 1,7 процента с 2000 года (UNECE, 2020[2]). После кратковременного спада в связи с пандемией COVID-19 в 2020 году (+1,9 процента) в 2021 году быстрые темпы роста возобновились (+7,4 процента). С 2017 года Узбекистан провел целый ряд масштабных реформ, обеспечив открытость страны для внешней торговли, либерализовав цены, отменив длительное время действовавшую привязку к стоимости узбекского сума на валютных рынках и повысив операционную независимость Центрального банка Узбекистана (Al Rasasi and Cabezon, 2022[3]) В условиях, когда реформы расширяют типы «зеленых» финансовых инструментов, приемлемых на рынке, корпоративным структурам следует стремиться внедрять те «зеленые» финансовые инструменты, которые лучше всего отвечает их потребностям. Учитывая наличие в Узбекистане скрытого спроса на исламское финансирование, им следует рассмотреть исламские альтернативы традиционным долговым инструментам, такие как «зеленые» сукук.

В рамках продвижения использования «зеленых» облигаций Узбекистан поручил Министерству экономики и финансов разработать национальную «зеленую» таксономию, которая была принята в октябре 2023 года. Как показал опыт других стран, разработка функционирующей «зеленой» таксономии представляет собой итеративный процесс ее постепенных улучшений, пересмотров и расширений. [5] Министерству следует стремиться использовать формирующуюся надлежащую практику, которая уже наработана в юрисдикциях, и ставить задачу четко классифицировать экономическую деятельность, согласующуюся с целями в области окружающей среды и развития Узбекистана. Национальным агентством перспективных проектов зарегистрирован выпуск «зеленых» облигаций АО «Компания по рефинансированию ипотеки Узбекистана» на сумму 50 миллиардов сумов. Данный выпуск облигаций является первым официальным выпуском «зеленых» облигаций, осуществляемым на основании

изменений и дополнений, внесенных в июне 2024 года в Правила эмиссии ценных бумаг и государственной регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг» (рег. № 2000-10 от 7 июня 2024 года и Методическим требованиям по размещению и обращению корпоративных облигаций для проектов, направленных на развитие «зеленой» экономики, утвержденных Агентством. [6]

Рисунок 2.1. Экономика Узбекистана последовательно растет, несмотря на внешние шоки¹



Узбекистан разместил на Лондонской фондовой бирже евробонды на 660 млн долларов США и первые «зелёные» суверенные еврооблигации на 4,25 трлн сумов, сообщила пресс-служба Министерства экономики и финансов (МЭФ). [7] Считано, что поступления по зелёным облигациям будут направлены на финансирование зелёных проектов, таких как внедрение водосберегающих технологий, развитие железнодорожного транспорта и метро, организация санитарной очистки и поддержание чистоты в населённых пунктах, а также создание защитных лесных насаждений против ветровой эрозии и заиления водных объектов.

В этом направлении ведётся сотрудничество с Программой развития ООН (ПРООН), что включает содействие в отборе проектов, которые будут финансироваться за счёт поступлений от выпуска зелёных облигаций, а также предоставление отчётности на протяжении всего периода их обращения. Второе стороннее положительное заключение было получено Sustainalytics по программе зелёных облигаций. [8] Дополнительно в сотрудничестве с ПРООН будет проводиться работа по обеспечении прозрачности мониторинга реализации проектов, и предоставление инвесторам и широкой общественности всей необходимой информации о влиянии инвестиций на достижение Узбекистаном задач в области зелёного и устойчивого развития. [9] Ниже в таблице 1. указали основные примеры выпусков зеленых облигаций проанализировав данные мы пришли к выводу что дальше, ожидается, что к 2026 году объём корпоративных зелёных облигаций превысит \$50 млн, если сохранится поддержка государства.

Таблица 1. Основные примеры выпусков зеленых инвестиций в Узбекистане

Компания	Объём	Срок	Назначение
Uzbek Mortgage Refinancing Co.	50 млрд UZS (~4 млн USD)	не указано	Модернизация зданий, энергоэффективный ремонт (napp.uz, undp.org)
SAIPRO GROUP LLC	4 млн USD	5 лет	«Green Hills Resort» – интеграция экологических технологий (солнечная энергия, очистка)

Заключение (Xulosa /Conclusion).

Таким образом, в Узбекистане в 2023–2024 годах наметилась устойчивая тенденция к развитию корпоративного сегмента рынка зелёных облигаций. Несмотря на то, что объёмы размещений пока остаются ограниченными, первые выпуски, реализованные такими компаниями, как UzMRC и SAIPRO GROUP, стали важным шагом к формированию национального устойчивого финансового рынка. Наиболее активными эмитентами выступают компании, работающие в сферах строительства и возобновляемой энергетики, что соответствует национальным приоритетам в области «зелёного» роста. При этом инициатива по выпуску корпоративных зелёных облигаций поддерживается международными организациями и развивается на фоне реформ в области ESG и устойчивого

развития. Для устойчивого роста корпоративных выпусков необходимы системные меры поддержки: создание единой платформы ESG-отчётности, налоговые и регуляторные стимулы, развитие системы сертификации и повышение финансовой грамотности среди частного сектора. [10]

Таким образом, корпоративные зелёные облигации могут стать одним из эффективных инструментов финансирования экологических проектов в Узбекистане, при условии укрепления институциональной базы и дальнейшего развития устойчивого финансового сектора.

Литературы (Foydalanilgan adabiyotlar /References):

1. Министерство экономики и финансов Республики Узбекистан. Государственные отчёты по устойчивому финансированию и выпуску SDG зеленых облигаций. <https://www.imv.uz/>
2. Центральный банк Республики Узбекистан. Информация о регулировании рынка ценных бумаг и ESG-инструментов. (<https://cbu.uz>)
3. Government of Uzbekistan (2021), О мерах по развитию возобновляемой и водородной энергетики в Республике Узбекистан [On measures to develop renewable and hydrogen energy in the Republic of Uzbekistan], <https://lex.uz/ru/docs/5362035> (accessed on 23 June 2023).
4. Toshkent Fond Birjasi (Ташкентская фондовая биржа). Список зарегистрированных корпоративных облигаций, включая ESG-инструменты. (<https://uzse.uz>)
5. IFC – International Finance Corporation. Green Bond Market Development in Emerging Markets: Case Studies and Lessons Learned. (2022)(<https://www.ifc.org>)
6. ADB – Asian Development Bank. Greening Uzbekistan’s Financial Sector: Strategic Framework and Technical Assistance.(2023) World Bank (2023[1]), World Bank Indicators Database, <https://data.worldbank.org/indicator>. (<https://www.adb.org>)
7. ICMA – International Capital Market Association. Green Bond Principles (2021, 2023 editions). (<https://www.icmagroup.org>)
8. Climate Bonds Initiative (CBI). Global Green Bonds Market Summary 2023. (<https://www.climatebonds.net>)
9. Н.С.Исмаилова, У.А.Дадабаев, А.У.Муминова. Международные бизнес контракты. (Учебник). -Т. «Инновацион ривожланиш нашриёт-матбаа уйи», 2024, 296 стр.
10. 10. Government of Uzbekistan (2020), О стратегии реформирования банковской системы Республики Узбекистан на 2020 — 2025 годы [On the Strategy for the Reform of the Banking System of the Republic of Uzbekistan 2020-2025], (accessed on 14 June 2023)..