



MOLIYA VA BANK ISHI

O'ZBEKISTON RESPUBLIKASI BANK-MOLIYA AKADEMIYASI ILMIY JURNALI



O'ZBEKISTONDA YASHIL OBLIGATSIYALAR VA SUKUK BOZORINI RIVOJLANTIRISH ISTIQBOLLARI

Xannayev Sherzod Qurbonnazarovich

O'zbekiston Respublikasi Bank-moliya akademiyasi, mustaqil izlanuvchi

Axmadjonova Gulmira Xabibulla qizi

O'zbekiston Respublikasi Bank-moliya akademiyasi, tayanch doktoranti

Maqola haqida ma'lumot

Topshirilgan vaqti: 09.09.2025

Qabul qilingan vaqti: 09.09.2025

Tayanch so'z va iboralar: yashil obligatsiyalar, sukuk, islomiy moliya, ekologik loyihalar, barqaror rivojlanish, investitsiya bozori, qayta tiklanuvchi energiya, shaffoflik, xalqaro hamkorlik, O'zbekiston moliya bozori.

Annotatsiya

O'zbekistonda yashil obligatsiyalar va sukuk bozorini rivojlantirish mamlakatning iqtisodiy hamda ekologik barqarorligini ta'minlashda dolzarb masala hisoblanadi. Yashil obligatsiyalar orqali jalb etilgan mablag'lar qayta tiklanuvchi energiya, chiqindilarni kamaytirish va ekologik loyihalarni moliyalashtirishga yo'naltiriladi. Sukuk esa shariat tamoyillariga asoslangan holda, xalqaro investorlardan kapital jalb qilish imkonini beradi. Ushbu bozorlarda rivojlanishning asosiy omillari sifatida davlat siyosiy qo'llab-quvvatlashi, huquqiy bazani mustahkamlash va xalqaro moliya institutlari bilan hamkorlik alohida ahamiyat kasb etadi. Shu bilan birga, investorlarga ishonchni oshirish, shaffoflikni ta'minlash va reyting agentliklari ishtirokini kengaytirish zarur. Xalqaro tajriba asosida bu bozorning kengayishi O'zbekiston uchun iqtisodiy diversifikatsiya va ekologik barqarorlikni uyg'unlashtirishga xizmat qiladi.

PROSPECTS FOR THE DEVELOPMENT OF GREEN BONDS AND SUKUK MARKET IN UZBEKISTAN

Khannayev Sherzod Kurbonnazarovich

Academy of Banking and Finance of the Republic of Uzbekistan, independent researcher

Akhmadjonova Gulmira Khabibulla kizi

Academy of Banking and Finance of the Republic of Uzbekistan, basic doctoral student

ARTICLE INFO

Received: 09.09.2025

Accepted: 09.09.2025

Key words: green bonds, sukuk, Islamic finance, environmental projects, sustainable development, investment market, renewable energy, transparency, international cooperation, Uzbek financial market.

Abstract

The prospects for developing the green bonds and sukuk market in Uzbekistan are closely linked to ensuring sustainable economic growth and addressing environmental challenges. Green bonds channel investments into projects focused on renewable energy, energy efficiency, and environmental protection, while sukuk, based on Islamic finance principles, provides access to alternative sources of capital. Interest in these instruments is increasing in the country, supported by government initiatives, the strengthening of the regulatory framework, and cooperation with international financial institutions. To foster market development, it is essential to enhance investor confidence, ensure transparency, and expand the role of rating agencies. International experience demonstrates that green bonds and sukuk contribute to financial system diversification, support environmental projects, and expand access to global capital markets, making this sector highly promising for Uzbekistan.

Kirish

So'nggi yillarda global miqyosda yashil obligatsiyalar va sukuk bozorining rivojlanishi xalqaro iqtisodiyotning

eng dolzarb masalalaridan biri sifatida maydonga chiqmoqda. Xalqaro moliya institutlari, xususan Jahon banki va Yevropa tiklanish hamda taraqqiyot bankining maqolalari natijalari ushbu moliyaviy instrumentlarning ekologik barqarorlikni ta'minlash va iqtisodiy o'sishni uyg'unlashtirishdagi o'rni tobora ortib borayotganini ko'rsatadi. Malayziya, Indoneziya va Birlashgan Arab Amirliklari tajribasi shuni anglatadiki, sukuk va yashil obligatsiyalar nafaqat barqaror moliya tizimini shakllantirish, balki xalqaro kapital bozorlariga integratsiyani chuqurlashtirishda ham muhim vosita hisoblanadi.

O'zbekistonda ham ushbu yo'nalishda sezilarli qadamlar tashlanmoqda. Davlat rahbari Shavkat Mirziyoyev tomonidan qabul qilingan farmon va qararlarda moliya bozorini modernizatsiya qilish, islomiy moliya vositalarini joriy etish, shuningdek, "yashil iqtisodiyot" konsepsiyasini bosqichma-bosqich amalga oshirish ustuvor vazifalar sifatida belgilangan. Xususan, "2022-2026 yillarda Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi" va "2030 yilgacha yashil iqtisodiyotga o'tish konsepsiyasi"da yashil obligatsiyalar hamda sukuk mexanizmlarini tatbiq etish bo'yicha kompleks chora-tadbirlar nazarda tutilgan.

Shuningdek, Vazirlar Mahkamasi tomonidan ishlab chiqilayotgan qarorlar va loyihalarda kapital bozoriga yangi moliyaviy instrumentlarni jalb etish, xorijiy investorlar faoliyatini rag'batlantirish va xalqaro moliya institutlari bilan hamkorlikni kuchaytirish masalalari alohida e'tibor qaratilgan. Bu esa mamlakatda yashil moliya bozorining shakllanishi va rivojlanishi uchun keng imkoniyatlar yaratmoqda.

Tadqiqot metodologiyasi

Mazkur maqola O'zbekistonda yashil obligatsiyalar va sukuk bozorini rivojlantirish istiqbollarini o'rganishga qaratilgan bo'lib, nazariy, qiyosiy va empirik yondashuvlar uyg'unligiga asoslandi. Avvalo, xalqaro ilmiy va amaliy adabiyotlar, jumladan ICMA-IsDB-LSEG (2024), World Bank & SC Malaysia (2019), UNDP (2025), OECD (2023) kabi tashkilotlarning metodik qo'llanmalari chuqur tahlil qilindi. Ushbu manbalar orqali yashil obligatsiya va sukuklarning huquqiy-me'yoriy, moliyaviy va institutsional jihatlarini o'rganildi. MDH davlatlari tajribasi, xususan Qozog'iston (AIFC, AIX), Rossiya (MOEX) va Ozarbayjon (COP29) oldidan ishlab chiqilayotgan tashabbuslar)ning amaliy faoliyati ko'rib chiqildi. Bu tajribalar O'zbekiston sharoiti bilan qiyoslanib, samarali mexanizmlar va mavjud cheklovlar aniqlashtirildi.

Maqolada empirik yondashuv ham qo'llanib, O'zbekiston uchun illyustrativ "pipeline" ssenariylari ishlab chiqildi. Unda qayta tiklanuvchi energetika, energiya samaradorligi, suv infratuzilmasi, barqaror transport va chiqindilarni boshqarish sohalariga oid loyihalar moliyaviy hajm, ulush va CO₂e kamayishi ko'rsatkichlari asosida baholandi.

Analitik vositalar sifatida NPV, WACC, Greenium, subsidiyalangan kupon xarajati kabi moliyaviy hisob-kitoblar qo'llanildi. Ekologik samaradorlik esa CO₂e kamayishi formulasi asosida o'lchandi. Shuningdek, past, bazaviy va yuqori emissiya ssenariylari ishlab chiqilib, 2025-2028 yillar oralig'idagi ehtimoliy dinamikalar

prognoz qilindi. Pipeline natijalari va sektorlar kesimidagi taqsimot jadval hamda diagrammalar orqali ko'rsatildi. Maqola davomida ayrim cheklovlar ham duch kelindi. Xususan, real loyihalar bo'yicha aniq ma'lumotlarning yetarli emasligi, investorlar bazasi va huquqiy asosdagi noaniqliklar hamda xalqaro statistik ma'lumotlardagi tafovutlar mavjud.

Metodologiya, umuman olganda, xalqaro tajribani mahalliy sharoitga moslashtirish, amaliy pipeline ssenariylarini ishlab chiqish va iqtisodiy-ekologik natijalarni kompleks baholashga qaratildi. Bu esa O'zbekiston bozorida yashil obligatsiyalar va sukuk emissiyasining real imkoniyatlari va istiqbollarini aniqlash imkonini berdi.

Tahlil va natijalar muhokamasi

Tahlil xalqaro manbalar (ICMA-IsDB-LSEG, 2024; World Bank & Securities Commission Malaysia, 2019; UNDP, 2025; IFN Annual Guide, 2025; OECD, 2023; Joint SDG Fund, 2021), mintaqaviy tajriba (AIFC GFC, 2024; MOEX/Moskva shahri materiallari; Reuters, 2024) hamda ilmiy ishlanmalar (Vymyatnina, 2024; Asadov, 2024)ga tayangan. O'zbekiston bo'yicha raqamli 'pipeline' ssenariylari muallif tomonidan ehtiyotkor taxmin va amaliy tajriba asosida tuzilgan bo'lib, ular illyustrativ maqsadga xizmat qiladi.

Asosiy formulalar (metodik)

$$-NPV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0$$

$$-WACC = w_d * r_d * (1 - \tau) + w_e * r_e$$

$$- \text{"Greenium"} = y_{\text{conventional}} - y_{\text{green}}$$

$$- \text{CO}_2e \text{ kamayishi (yilda)} = \text{Emissiya_bazi} -$$

Emissiya_loyiha

$$- \text{Effektiv kupon xarajati (subsidiyal)} = \text{Kupon_stavkasi} -$$

Subsidiyaviy_spread

Bu formulalar loyihalar iqtisodiy samaradorligini baholash, emissiya narxlanishini tahlil qilish va ijtimoiy-ekologik ta'sir ko'rsatkichlarini (impact) hisoblashda qo'llanildi.

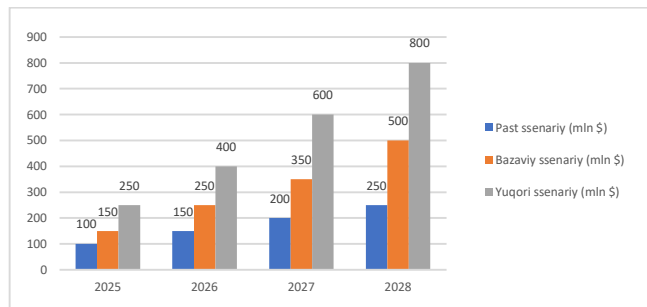
1-jadval

Jahonda global va mintaqaviy ko'rsatkichlar (snapshot), 2024 yil holatiga

Ko'rsatkich	Qiymat / holat	Manba
Global sukuk emissiyasi (2024)	≈ 170 mlrd AQSh dollari	IFN Annual Guide (2025)
Yashil/sotsial/sustainable sukuk trendlari	O'sish bosqichida, yo'riqnomalar kuchaymoqda	ICMA-IsDB-LSEG (2024); LSEG (2024)
Islomiy 'yashil' moliya ekotizimi	Standartlar, ikkilamchi bozor, tashqi baholash zarur	World Bank & SC Malaysia (2019)

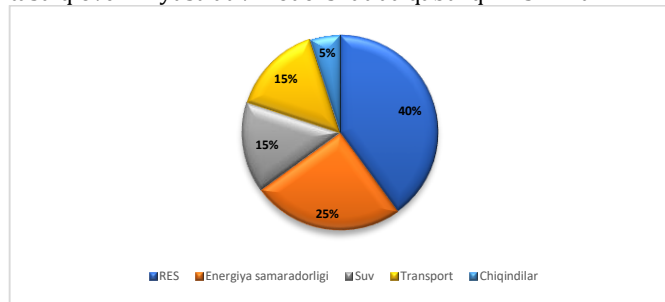
Bizning fikrimizcha, IFN Annual Guide (2025) ma'lumotlari asosida global sukuk bozorida 2024 yilda emissiyalar hajmi qariyb 170 mlrd AQSh dollariga yetgani, yashil, sotsial va sustainability sukuk instrumentlari o'sish bosqichida ekani va ularning huquqiy hamda amaliy yo'riqnomalari tobora kuchayib borayotgani kuzatilmogda. Shu bilan birga, islomiy "yashil" moliya ekotizimini rivojlantirish uchun standartlashtirish, ikkilamchi bozor infratuzilmasini yaratish va tashqi baholash mexanizmlarini mustahkamlash zarur. Ushbu omillar O'zbekiston uchun ham bevosita ahamiyatga ega bo'lib,

milliy bozorni rivojlantirishda xalqaro tajriba bilan uyg'unlikni ta'minlash lozim.



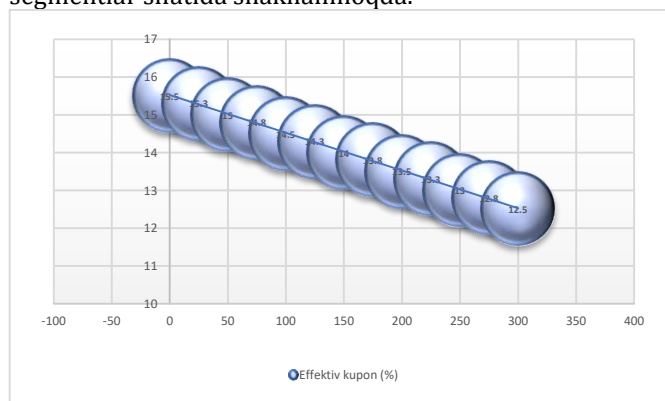
1-rasm. O'zbekistonda tematik obligatsiya va sukuk emissiyasi prognozi: past, bazaviy va yuqori ssenariylar (2025–2028, mln AQSh dollari, illyustrativ)

Bizning fikrimizcha, ushbu rasmda 2025–2028 yillarda O'zbekiston bozorida tematik obligatsiyalar va sukuk emissiyasi bosqichma-bosqich ortishini ko'rsatadi. Past ssenariy konservativ taxminlarga asoslangan bo'lsa, bazaviy ssenariy davlat kafolatlari, subsidiyalar va xalqaro hamkorlikni hisobga oladi. Yuqori ssenariy esa kapital bozorini chuqurlashtirish va xalqaro investorlarning faol ishtiroki natijasida yanada yuqori hajmlarni aks ettiradi. Shu bois, bu prognozlar mamlakatning yashil moliya bozorini shakllantirishdagi strategik yo'nalishlarini tasdiqlovchi illyustrativ model sifatida qabul qilinishi mumkin.



2-rasm. O'zbekistonda bazaviy ssenariy: sektorlar bo'yicha alokatsiya (foiz), 2024 yil holatiga

Bizning fikrimizcha, bazaviy ssenariyda sektorlar bo'yicha eng katta ulush qayta tiklanuvchi energetika va energiya samaradorligiga to'g'ri kelmoqda. Bu esa O'zbekistonning yashil o'tish strategiyasi bilan uyg'un bo'lib, elektr energiyasini diversifikatsiya qilish va energiya tejash choralariga qaratilgan yirik loyihalarning investorlar uchun jozibador bo'lishidan dalolat beradi. Suv infratuzilmasi, transport va chiqindilarni boshqarish yo'nalishlari esa muhim qo'shimcha effekt beruvchi segmentlar sifatida shakllanmoqda.



3-rasm. O'zbekistonda kupon subsidiyasi oshgani sari emitentning effektiv kupon prognoz ko'rsatkichlari, 2025-2028 yy

Bizning fikrimizcha, subsidiyalar hajmi oshgani sari emitentning effektiv kupon xarajati keskin kamayadi. Masalan, 0 bp sharoitida kupon stavkasi 15,5% bo'lsa, 300 bp subsidiyada u 12,5% gacha tushadi. Bu esa davlat tomonidan kupon xarajatlarini qisman qoplash mexanizmlari orqali yashil obligatsiya va sukuk emissiyalarini rag'batlantirish mumkinligini ko'rsatadi. Shu yo'l bilan mahalliy valyutadagi tematik instrumentlar arzonroq moliyalashtirish manbai sifatida jozibador bo'lib, investorlarga ham, emitentlarga ham foyda keltiradi.

2-jadval

Bazaviy ssenariy bo'yicha sektorlar kesimida kutilayotgan impakt ko'rsatkichlari (O'zbekiston, 2025–2028, illyustrativ)

Yo'nalish	Hajm (mln \$)	CO ₂ e kamayishi (ming t/y)	Eligibility/izoh
RES	250	420	ICMA GBP mos: qayta tiklanuvchi energetika
Energiya samaradorligi	150	180	Bino/sanoat energiya tejami
Suv infratuzilmasi	80	60	Yo'qotishlarni kamaytirish
Transport	120	95	EV avtobuslar/metro modernizatsiya
Chiqindilar	50	35	SAR va biogaz

Bizning fikrimizcha, bazaviy ssenariyda qayta tiklanuvchi energetika loyihalari eng katta ulushni egallab, yillik 420 ming tonnagacha CO₂e kamaytirish imkonini beradi. Energiya samaradorligi loyihalari esa binolar va sanoatdagi modernizatsiya orqali 180 ming tonna CO₂e qisqarishiga xizmat qiladi. Suv infratuzilmasi va barqaror transport yo'nalishlari qo'shimcha ijtimoiy va ekologik effekt berib, chiqindilarni boshqarish loyihalari esa SAR va biogaz texnologiyalari yordamida 35 ming tonnagacha emissiya qisqarishini ta'minlashi mumkin. Shunday qilib, sektorlar bo'yicha diversifikatsiya nafaqat ekologik barqarorlikni oshiradi, balki investorlarga ta'sir ko'rsatkichlari (impact metrics) bo'yicha shaffof va aniq natijalarni taqdim etadi. Tahlil shuni ko'rsatadiki, ICMA-IsDB-LSEG (2024) yo'riqnomalari va World Bank & SC Malaysia (2019) amaliyotlari asosida yirik loyihalar uchun 'Use-of-Proceeds', tashqi baholash va yillik impakt hisobotlari talablarini barvaqt joriy etish investor ishonchini sezilarli oshiradi. IFN (2025) qayd etgan global sukuk hajmlari fonida O'zbekiston tematik emissiyalarining bazaviy ssenariysi 2025–2028 yillarda bosqichma-bosqich o'sishni ko'rsatmoqda. Kupon subsidiyasi va kafolatlari emissiya narxini pasaytirib, mahalliy valyutadagi emissiyalarning raqobatbardoshligini oshiradi. Bunda sektorlar kesimida RES va energiya samaradorligi eng katta impakt va investor qiziqishini ta'minlashi kutiladi.

Xulosa va takliflar

Mazkur maqola natijalari shuni ko'rsatadiki, O'zbekistonda yashil obligatsiyalar va sukuk bozorini rivojlantirish imkoniyatlari yetarli bo'lib, xalqaro va mintaqaviy tajribalarni moslashtirish orqali barqaror moliyalashtirishning samarali instrumentlari joriy etilishi

mumkin. Global ko'rsatkichlar (IFN Annual Guide, 2025) yashil va sotsial sukuk bozorining barqaror o'sishini ko'rsatmoqda. O'zbekiston uchun ishlab chiqilgan bazaviy ssenariy esa 2025–2028 yillarda bosqichma-bosqich emissiya hajmlari ortishini ta'minlashi kutilmoqda.

Bizning fikrimizcha, mamlakatda yashil obligatsiya va sukuk mexanizmlarini shakllantirish uchun quyidagi yo'nalishlarga alohida e'tibor qaratish lozim:

1. Huquqiy-institutsional asoslarni mustahkamlash. Bunda, ICMA–IsDB–LSEG va World Bank tavsiyalari asosida yagona milliy taksonomiya, emissiya qoidalari va shariatga muvofiqlik kengashi faoliyatini yo'lga qo'yish zarur. Bu investor ishonchini mustahkamlashda hal qiluvchi ahamiyatga ega bo'ladi.

2. Pipeline va kafolat mexanizmlarini shakllantirish lozim. Qayta tiklanuvchi energetika, energiya samaradorligi, transport, suv va chiqindilarni boshqarish loyihalarini birinchi navbatda moliyalashtirish uchun tanlab olish, davlat kafolatlari, kupon subsidiyasi va soliq imtiyozlari orqali emissiya xarajatlarini kamaytirish maqsadga muvofiqdir.

3. Moliyaviy jozibadorlikni oshirish zarurdir. Buning uchun kupon subsidiyasi tajribasi ko'rsatganidek, davlat tomonidan qo'llab-quvvatlash mexanizmlari emitent uchun xarajatlarni kamaytiradi va instrumentlarni yanada raqobatbardosh qiladi. Shu bilan birga, milliy valyutadagi emissiyalarni pensiya jamg'armalari, sug'urta kompaniyalari va banklar portfeliga integratsiya qilish lozim.

4. Ekologik impakt va shaffof hisobotlarni tayyorlash. Bunda har bir emissiya doirasida CO₂e kamayishi, energiya tejami va boshqa indikatorlar bo'yicha alohida hisobot yuritilishi investorlar uchun shaffoflikni oshiradi va xalqaro bozorlarda tan olinishi imkonini beradi.

5. Bosqichma-bosqich rivojlanish yo'lini belgilab olish kerak, buning uchun avval suveren yoki kvazisuveren pilot emissiyalar, keyinchalik yirik davlat korxonalarining loyihalari, so'ngra xususiy sektor emissiyalari orqali bozorni kengaytirish eng maqbul yo'nalish sifatida ko'riladi.

Yashil obligatsiyalar va sukuk O'zbekistonning barqaror rivojlanish strategiyasini moliyaviy qo'llab-quvvatlovchi muhim vosita bo'lishi mumkin. Mamlakatning xalqaro tajriba bilan uyg'un holda bosqichma-bosqich choralar ko'rishi iqtisodiy diversifikatsiya, ekologik samaradorlik va investorlar ishonchini ta'minlashda asosiy omil bo'ladi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati

1. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining PF-5992-son Farmoni (2020-yil 18-may). Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida.
2. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining PF-60-son Farmoni (2022-yil 28-yanvar). 2022–2026 yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi.
3. ICMA–IsDB–LSEG. (2024). Guidance on Green, Social & Sustainability Sukuk.
4. World Bank & Securities Commission Malaysia. (2019). Islamic Green Finance: Development, Ecosystem and Prospects.
5. UNDP. (2025). Green Sukuk as a Tool for Sustainable Financing.
6. OECD. (2023). Financing Uzbekistan's Green Transition.
7. IFN Annual Guide. (2025). Islamic Finance News Annual Report.
8. Joint SDG Fund. (2021). Uzbekistan's First SDG Bond Allocation & Impact Report.
9. GIFIP. (2022). Pre-Feasibility Study: Green Sukuk Issuance in Uzbekistan.
10. AIX. (2020). Astana International Exchange Reports.
11. AIFC Green Finance Centre. (2024). Green Finance Market in Kazakhstan.
12. AIFC. (2025). Green Finance Developments in Kazakhstan.
13. Fitch Ratings. (2023). Kazakhstan Sukuk Market Outlook.
14. Moskva shahri hukumati va MOEX (Moscow Exchange). (2024–2025). Barqarorlik sektori bo'yicha materiallar.
15. Vymyatnina, Y. (2024). Green bonds in the Russian market. Russian Journal of Economics.
16. Reuters. (2024). Azerbaijan aims to launch green investment rule book ahead of COP29, considers sukuk.
17. World Bank. (2021). Green Bond Impact Report.
18. EBRD. (2022). Green Economy Transition (GET) Approach 2021–2025.
19. Dubai Financial Market. (2021). Sustainable Sukuk and Green Bonds Report.
20. Asadov, A. (2024). Empirical Analysis of Demand for Sukuk in Uzbekistan. Economies (MDPI).
21. Nazarov, B. (2025). Yashil obligatsiyalar bozorini rivojlantirish omillari. Inlibrary.uz.
22. Buriyev, M. (2025). Yashil sukuk va real sektor loyihalari moliyalashtirish imkoniyatlari. Inlibrary.uz.
23. Muallif hisob-kitoblari va xalqaro tajribalar (ICMA–IsDB–LSEG, 2024; World Bank & SC Malaysia, 2019; UNDP, 2025; OECD, 2023; IFN Annual Guide, 2025; AIFC, MOEX, Reuters) asosida ishlab chiqilgan illyustrativ prognoz va modellar.