

УСТОЙЧИВЫЕ РЫНКИ ОБЛИГАЦИЙ И ИХ НЕОБХОДИМОСТЬ В РАЗВИТИИ ГЛОБАЛЬНОЙ И НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

Рахматова Махмуда Алиевна

Студентка магистратуры по направлению

«Корпоративные Финансы и рынок ценных бумаг»

Ташкентского Государственного Экономического Университета

Аннотация: Данная статья охватывает текущее состояние и перспективы развития устойчивых облигаций на глобальном уровне. В фокусе — зелёные, социальные, устойчивые и связанные с устойчивостью облигации как инструменты реализации ESG-стратегий. На основе данных инициативы Climate Bonds и UNCTAD представлена статистика за 2023 год с расшифровкой по видам инструментов, типам эмитентов и секторам экономики. Документ поднимает вопросы эффективности устойчивого финансирования в условиях глобальных вызовов и демонстрирует сдвиги в инвестиционных приоритетах на фоне экономической турбулентности.

Ключевые слова: устойчивое финансирование, ESG, зелёные инвестиции, устойчивые облигации, глобальный рынок, эмитенты, инвестиционные тренды, трансформация экономики

Abstract: This article explores the current state and development prospects of sustainable bonds at the global level. The focus is on green, social, sustainability, and sustainability-linked bonds as tools for implementing ESG strategies. Based on data from the Climate Bonds Initiative and UNCTAD, the paper presents 2023 statistics with a breakdown by types of instruments, issuer categories, and economic sectors. The article raises questions about the effectiveness of sustainable finance amid global challenges and highlights shifts in investment priorities against the background of economic turbulence.

Keywords: sustainable finance, ESG, green investment, sustainable bonds, global market, issuers, investment trends, economic transformation

Annotatsiya: Mazkur maqolada barqaror obligatsiyalarning global miqyosdagi joriy holati va rivojlanish istiqbollari tahlil qilinadi. Asosiy e'tibor yashil, ijtimoiy, barqarorlikka oid va barqarorlik bilan bog'liq obligatsiyalar kabi ESG strategiyalarini amalga oshirish vositalariga qaratilgan. Climate Bonds Initiative va UNCTAD ma'lumotlariga asoslanib, maqolada 2023-yilga oid statistikalar vosita turlari, emitentlar va iqtisodiy sohalar kesimida keltirilgan. Shuningdek, maqolada global muammolar sharoitida barqaror moliyalashtirish samaradorligi muhokama qilinib, investitsiya ustuvorliklaridagi o'zgarishlar ko'rsatib o'tilgan.

Kalit so'zlar: barqaror moliyalashtirish, ESG, yashil investitsiyalar, barqaror obligatsiyalar, global bozor, emitentlar, investitsiya tendensiyalari, iqtisodiy transformatsiya

Обзор литературы

Рынок устойчивых облигаций развивается с начала 2000-х годов. Climate Bonds Initiative¹ отмечает, что зеленые облигации занимают лидирующие позиции по объему выпуска. Flammer и Tang & Zhang² подчеркивают важность прозрачности и доверия инвесторов в этом сегменте рынка. UNCTAD³ анализирует региональные аспекты и сложности, с которыми сталкиваются развивающиеся страны. Shishlov, Morel & Cochran⁴ (2016) исследуют роль сертификации, а Mertens & Jacques (2019) поднимают вопросы «зеленого камуфляжа», подчеркивая значимость надежной отчетности.

Методы исследования

Для исследования использован количественный анализ вторичных данных из отчетов Climate Bonds Initiative и UNCTAD. Применялись методы статистической

¹ Climate Bonds Initiative. (2021). Green Bond Market Summary. Retrieved from <https://www.climatebonds.net>

² Flammer, C. (2021). Corporate Green Bonds. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 499–516.

³ UNCTAD. (2024). World Investment Report 2024: Chapter III Sustainable financial trends. United Nations.

⁴ Shishlov, I., Morel, R., & Cochran, I. (2016). Beyond Transparency: Unlocking the Full Potential of Green Bonds. Climate Policy Initiative.

группировки по категориям облигаций, видам эмитентов и секторам экономики. Динамика анализировалась с использованием сравнительного и временного анализа. Графики и диаграммы созданы на основе официальной статистики.

Введение

Несмотря на быстрый рост зеленых и устойчивых финансовых рынков в последние годы, усилия по поддержке ориентированного на климат финансирования в основном были сосредоточены на «чисто зеленых» и почти «чисто зеленых» видах деятельности, в то время как поддержка более широкого спектра инвестиций, необходимых в масштабах всей экономики, включая переходную деятельность и инвестиции, осуществляемые секторами и фирмами, интенсивно использующими выбросы парниковых газов, носил ограниченный характер, при этом некоторым секторам становилось все труднее получить доступ к банковским кредитам и рынкам капитала.

Эффективная политика переходных финансов может поддержать этот переход в масштабах всей экономики и улучшить способность секторов или компаний получить доступ к финансированию для поддержки их перехода к нулевым выбросам.

Основная часть

В мировой практике продолжают развиваться инструменты ESG-финансирования (зеленые, социальные облигации, облигации устойчивого развития, связанные с устойчивым развитием или облигации GSS+).

Все четыре типа устойчивых облигаций - это ценные бумаги с фиксированным доходом, предназначенные для достижения устойчивых результатов и обеспечивающие финансовую отдачу инвесторам. Облигации, ориентированные на экологию, социальную сферу и устойчивое развитие, как правило, привязаны к финансированию конкретного проекта или использованию поступлений, в то время как облигации, ориентированные на устойчивое развитие, вместо этого учитывают в своей структуре уровень показателей устойчивого развития (например, выбросы парниковых газов).

Зеленые облигации (Green bonds) привлекают средства специально для проектов, имеющих экологические преимущества, таких как возобновляемые

источники энергии или борьба с загрязнением окружающей среды предотвращение, при этом эмитенты обеспечивают прозрачность использования поступлений⁵. Эти облигации, как правило, привязаны к активам и обеспечиваются балансом эмитента. Исторически сложилось так, что основное внимание уделялось прямому финансированию физических активов и проектов и их косвенному финансированию (например, займы на соответствующие активы или проекты).

Социальные облигации (Social bonds) позволяют привлекать средства для проектов с положительными социальными результатами, таких как образование, здравоохранение, доступное жилье и создание рабочих мест, особенно для малообеспеченных или маргинализированных сообществ. Эмитенты социальных облигаций также обязуются обеспечить прозрачность использования средств и воздействия финансируемых проектов, чтобы инвесторы могли видеть социальные выгоды, получаемые от их инвестиций.

Облигации устойчивого развития (Sustainability bonds) сочетают в себе элементы как зеленых, так и социальных облигаций для финансирования проектов, приносящих как экологические, так и социальные выгоды⁶. Доходы от этих облигаций используются для финансирования широкого спектра инициатив, таких как проекты по возобновляемым источникам энергии, водосбережению, устойчивому сельскому хозяйству, доступному жилью и медицинским учреждениям. Облигации устойчивого развития являются также предназначены для инвесторов, желающих поддержать комплексные проекты, способствующие устойчивому развитию Цели. Подобно "зеленым" и социальным облигациям, эмитенты облигаций устойчивого развития обеспечивают прозрачность и отчетность о распределении доходов и воздействии финансируемых проектов, обеспечивая подотчетность и соответствие целям устойчивого развития.

⁵ Богачёва О.В. Смородинов О.В. "Зеленые" облигации как важнейший инструмент финансирования "зеленых" проектов, <https://cyberleninka.ru/article/n/zelenye-obligatsii-kak-vazhneyshiy-instrument-finansirovaniya-zelenyh-proektov>

⁶ International Capital Market Association (ICMA). Social Bond Principles. URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/social-bond-principles-sbp/> (дата обращения: 01.05.2025).

Облигации, ориентированные на устойчивое развитие (Sustainability-linked bonds), привязывают стоимость финансирования к ключевым показателям устойчивости⁷. Эти облигации они отличаются от "зеленых", социальных и устойчивых облигаций своей структурой и целями. В то время как традиционные "зеленые", социальные и устойчивые облигации направлены на финансирование или рефинансирование проектов, которые имеют конкретные экологические или социальные выгоды, облигации, связанные с устойчивостью, отличаются уникальным подходом, основанным на результатах. Финансовые или структурные характеристики облигации (такие как процентная ставка) напрямую связаны с достижением эмитентом заранее определенных целей. цели в области устойчивого развития. Прозрачность и доверие к компании поддерживаются за счет регулярной отчетности о прогрессе в достижении целей и проверки третьей стороной для обеспечения достижения целей, что делает эти облигации мощным инструментом обеспечения устойчивости в финансовой сфере.

За последние десять лет рынок «зеленых» облигаций вырос экспоненциально во всем мире. Первая «зеленая» облигация была выпущена Европейским инвестиционным банком еще в 2007 году⁸. С тех пор «зеленые» облигации достигли зрелости, превратившись из нишевого инструмента в признанный растущий инструмент финансирования основного рынка заемного капитала.

Согласно данным Инициативы в отношении климатических облигаций, в 2021 году объемы новых эмиссий тематических облигаций впервые превысили 1 трлн долларов США⁹, при этом «зеленые» облигации (49 процентов, 523 млрд долларов США) составляли их крупнейшую долю (Climate Bonds Initiative, 2021[1]). Многие субъекты, такие как международные финансовые организации (МФО), органы

⁷ Всемирный банк. Sustainable Development Bonds. URL: <https://treasury.worldbank.org/en/about/unit/treasury/ibrd/ibrd-sustainable-development-bonds> (дата обращения: 01.05.2025).

⁸ Анастасия Троянова, Что такое зелёные облигации? <https://trends.rbc.ru/trends/green/60ddcae59a79476590c44ef6> (дата обращения: 01.05.2025).

⁹ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). Social Bonds. URL: <https://www.oecd.org/finance/social-bonds.htm> (дата обращения: 01.05.2025).

государственного управления (суверенные, субнациональные и муниципальные) и корпорации (финансовые и нефинансовые), участвуют во внутренних и международных рынках «зеленых» облигаций и привлекают средства для финансирования и рефинансирования «зеленых» инвестиций. При том что наибольшее количество выпусков «зеленых» облигаций приходится на развитые страны, ряд стран Африки, Латинской Америки и Юго-Восточной Азии продвигается в этом направлении, и эмитенты готовятся использовать этот все более важный источник «зеленого» финансирования.

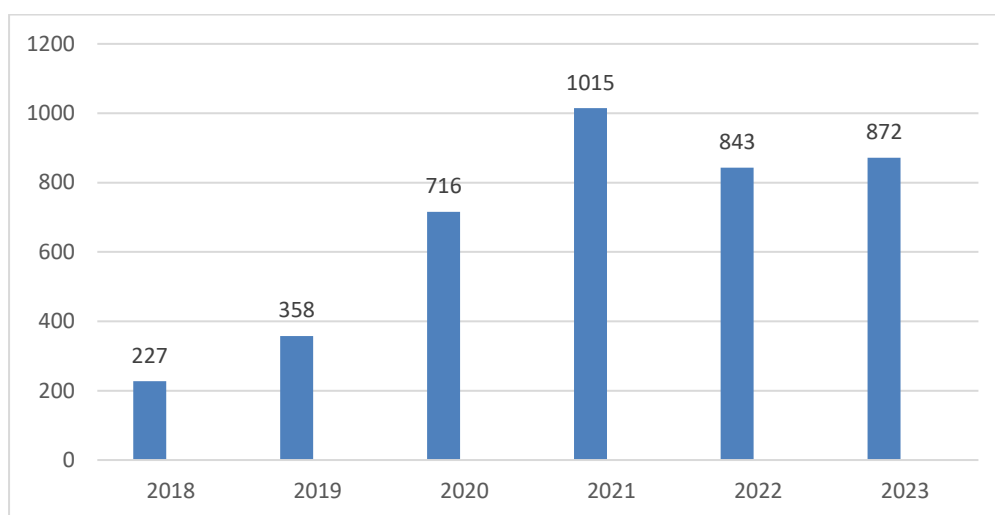


Диаграмма №1. Глобальный объем выпуска устойчивых облигаций в разбивке по годам (миллиарды долларов) [Источник: UNCTAD, основано на информации, полученной в рамках инициативы «Климатические облигации»]

Глобальный объем выпуска экологически чистых, социальных, устойчивых облигаций и облигаций, связанных с устойчивостью развития (Диаграмма №1), вырос в четыре раза с тех пор, как 2018. Доля устойчивого сегмента на мировых рынках облигаций в 2023 году составила 5%, не изменившись по сравнению с 2022 годом. Такая стабильная доля, а также рекордный объем размещенных облигаций и увеличение ежегодного выпуска устойчивых облигаций свидетельствуют о растущей важности таких облигаций как механизма финансирования устойчивого развития.

Однако почти рекордный объем выпуска "зеленых" облигаций и облигаций, связанных с устойчивостью, был сведен на нет из-за сокращение выпуска социальных облигаций и облигаций на устойчивое развитие, частично связанное с постепенным прекращением выпуска социальных облигаций и облигаций на устойчивое развитие в связи с пандемией коронавирусной болезни (COVID–19) (обычно называемых облигациями в ответ на COVID), что способствовало замедлению совокупного годового темпа роста устойчивых облигаций за пятилетний период.

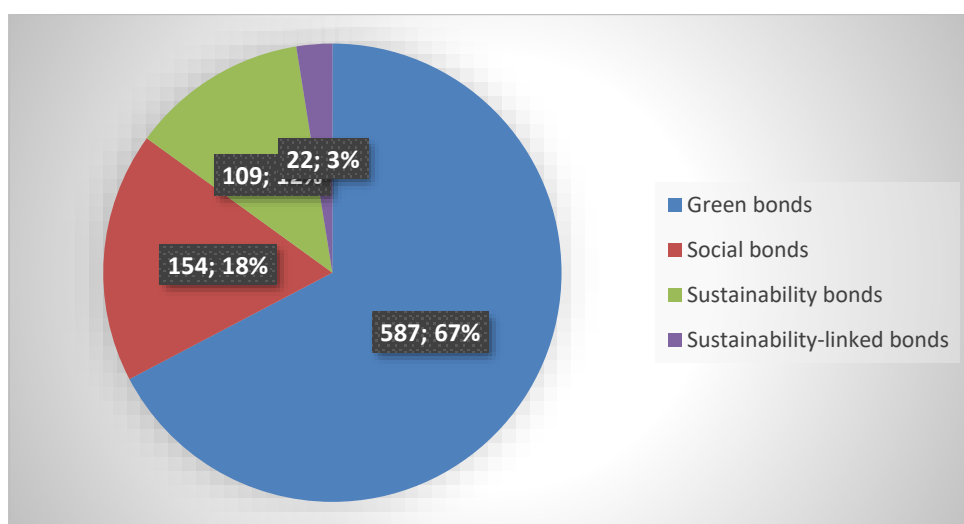


Диаграмма №2 **Процентное соотношение облигаций по видам в 2023 году (В млрд. долл.)** [Источник: UNCTAD, основано на информации, полученной в рамках инициативы «Климатические облигации»]

Социальные, устойчивые и связанные с устойчивостью облигации

В 2023 году стоимость как социальных, так и связанных с устойчивостью облигаций снизилась. Объем выпуска социальных облигаций сократился на 7%, со 165 до 153 миллиардов долларов, в то время как объем выпуска облигаций

устойчивого развития сократился на 30%, со 157 до 109 миллиардов долларов.

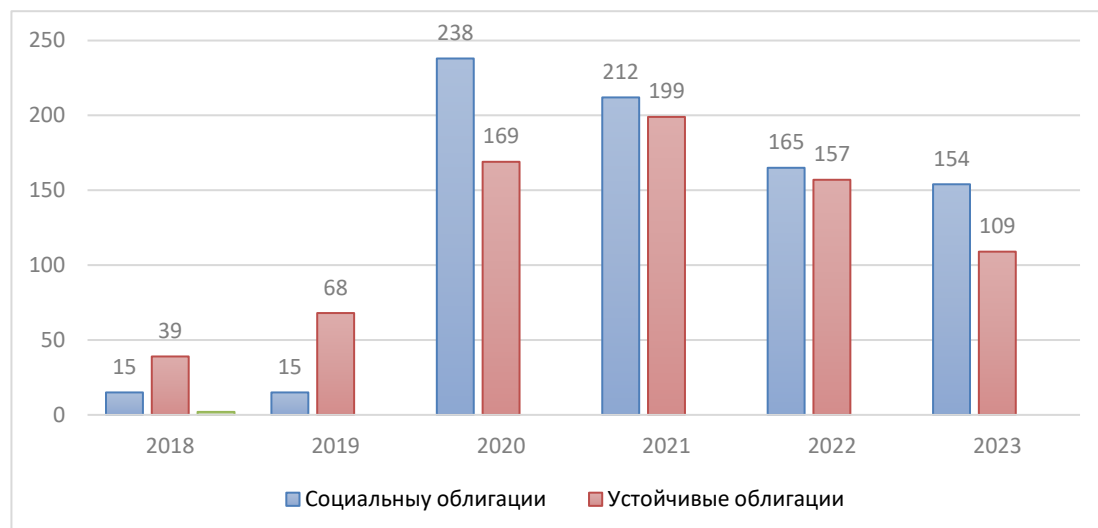


Диаграмма № 5. **Объем выпуска облигаций социального и устойчивого развития в 2023 году (в миллиардах долларов)** [Источник: UNCTAD, основано на информации, полученной в рамках инициативы «Климатические облигации»]

Несмотря на растущую осведомленность о проблемах климата и экологической устойчивости и открытие новых возможностей для инвестирования в социальные и устойчивые проекты, объем выпуска облигаций обоих типов продолжал снижаться до уровня, существовавшего до пандемии. Это падение, вероятно, напрямую связано с восстановлением после пандемии, во время которого стоимость облигаций, выпущенных в ответ на COVID, резко возросла сейчас этот импульс пошел на убыль.

В странах с формирующимся рынком, как отвечающих установленным критериям для получения официальной помощи в целях развития (ОПР), так и не отвечающих этим критериям, на настоящий момент преобладают эмиссии корпоративных тематических облигаций. Однако среди стран, отвечающих установленным критериям для получения ОПР, как Узбекистан, эмиссии государственного сектора, в основном суверенных облигаций, составляют более половины эмиссий¹⁰.

¹⁰ Ministry of Economy and Finance (2023), *The Republic of Uzbekistan for the first time placed “green” international bonds in the national currency*, <https://www.imv.uz/en/news/category/yangiliklar/post-1621>

Таблица №1

Выпуск суверенных облигаций правительством Узбекистана [Источник: Годовой отчёт о привлекаемых зеленых инвестициях в Республику Узбекистан по итогам 2024 года, Ташкент 2024]

Эмитент	Тип облигации	Эмиссионная стоимость	Дата эмиссии	Срок погашения	Доходность при эмиссии
Узбекистан	традиционная облигация	500 млн долларов США	20/02/2019	5 лет	4,75%
		500 млн долларов США		10 лет	5,375%
Узбекистан	традиционная, так называемая «облигация ОФР»	555 млн долларов США	25/11/2020	10 лет	3,7%
		2 трлн узбекских сумов		3 года	14,5%
Узбекистан	облигация устойчивости, так называемая «облигация ЦУР»	635 млн долларов США	19/07/2021	10 лет	3,9%
		2,5 трлн узбекских сумов		3 года	14,0%
Узбекистан	транш традиционной облигации*	660 млрд долларов США	06/10/2023	5 лет	8,125%

	транш «зеленой» облигации*	4,25 трлн узбекских сумов		3 года	16,25%
--	-------------------------------	---------------------------------	--	--------	--------

Примечание. *Каждая суверенная облигация Узбекистана выпускалась в форме двух траншей. Три последние эмиссии включали транши в узбекских сумах.

Хотя первая эмиссия суверенных (традиционных) облигаций Узбекистана датируется лишь 2019 годом, Узбекистан быстро начал экспериментировать с суверенными тематическими облигациями.

В ноябре 2020 года Узбекистан предложил двухтраншевую облигацию (так называемую «облигацию организаций по финансированию в области развития (ОФР)»), состоящую из 10-летнего транша в размере 555 млн долларов США и 3-летнего транша в размере 2 трлн узбекских сумов.

Эта облигация привлекла широкую базу инвесторов, в результате чего установленная сумма подписки была превышена в 2,5 раза. Часть поступлений от облигации ОФР используются в нескольких проектах социального развития, значимых для социальных Целей в области устойчивого развития (ЦУР), в частности, строительства школ (ЦУР 4), медицинских учреждений (ЦУР 3), водопровода и канализации (ЦУР 6), а также автодорог (ЦУР 9). Кроме того, за счет этой облигации финансируются программы социального обеспечения для поддержки женщин (ЦУР 5), детей и безработных (ЦУР 1 и 8)¹¹.

Консультации ОЭСР с отраслевыми министерствами Узбекистана, состоявшиеся в ходе визита 2022 года, указывали на то, что вклад отраслевых

¹¹ UNDP (2022), *Uzbekistan Development Finance Bond: Impact and Allocation Report*, United Nations Development Programme (UNDP),

<https://www.undp.org/uzbekistan/publications/uzbekistan-development-finance-bond-impactallocation-report>

министерств в процесс отбора проектов для эмиссии 2021 года был ограниченным. В целях будущих эмиссий отраслевые министерства Узбекистана, регулярно публикующие перечни первоочередных инфраструктурных проектов, для которых необходимо финансирование в соответствующих секторах, могут повысить пользу процесса отбора проектов путем включения своих первоочередных проектов в перечни проектов с высокой отдачей, подлежащих финансированию.

Как и облигация ОФР, облигация ЦУР была организована в форме двухтраншевой облигации, состоящей из транша в размере 635 млн долларов США с процентной ставкой 3,9 процента в течение 10,25 года и транша в размере 2,5 трлн узбекских сумов (приблизительно 235 млн долларов США) с процентной ставкой 14 процентов в течение 3 лет. В случае обоих траншей установленная сумма подписки была превышена в 3,5 раза в отношении транша, выраженного в долларах США, и в 1,5 раза в отношении транша, выраженного в узбекских сумах.

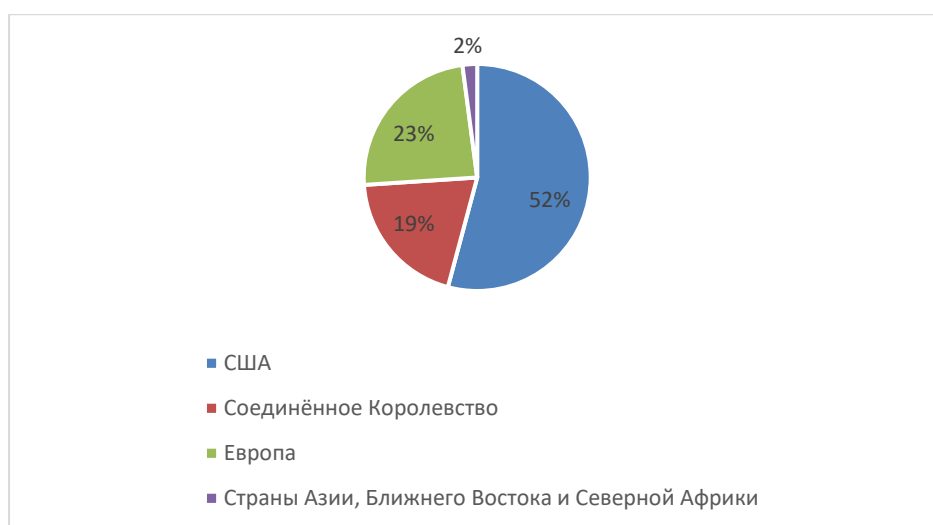


Диаграмма №6 Основные инвесторы в транше облигаций ЦУР

[источник: создан автором на основе данных Годового отчёта о привлекаемых зеленых инвестициях в Республику Узбекистан по итогам 2024 года, Ташкент 2024.]

Транш в долларах США привлек инвесторов в основном из США, Соединенного Королевства и континентальной Европы, и лишь 2 процента инвесторов были из Азии, региона Ближнего Востока и Северной Африки.

В случае транша в узбекских сумах крупнейшая доля инвесторов была из Соединенного Королевства (43 процента), за которым следовали континентальная Европа (24 процента) и США (23 процента).

В случае транша в узбекских сумах инвесторы Азии, Ближнего Востока и Северной Африки составляли более крупную долю инвесторов (10 процентов). Компании по управлению активами и фонды составляли 92 процента инвесторов, остальная часть инвесторов в случае обоих траншей была представлена страховыми и пенсионными фондами (4–5 процентов) и банками (3–4 процента)¹².

Заключение

Таким образом, устойчивые облигации — это облигации, финансовые и/или структурные характеристики которых могут варьироваться в зависимости от того, достигает ли эмитент заранее определенных целей устойчивого развития (с точки зрения экологических и/или социальных факторов, а также факторов, относящихся к качеству корпоративного управления — ESG факторов).

Эмитенты обязуются в будущем достигнуть существенных, выраженных в конкретных цифрах, заранее определенных, амбициозных, регулярно контролируемых и проверяемых независимыми внешними организациями ESG целей с помощью ключевых показателей эффективности (КПЭ) и целевых показателей эффективности устойчивого развития.

В заключение отмечается, что для стимулирования зелёных инвестиций в Узбекистане необходимо последовательно реализовывать меры по упрощению законодательной базы, принятию долгосрочных стратегий в области низкоуглеродного развития и укреплению внутреннего рынка капитала. Особое внимание следует уделить гармонизации торговых платформ, развитию профессиональных компетенций и интеграции международных стандартов в национальную зелёную таксономию. Также важно рассмотреть возможность расширения финансовых полномочий субнациональных властей и активного обмена

¹² Годовой отчёт о привлекаемых зелёных инвестициях в Республику Узбекистан по итогам 2024 года, Ташкент 2024

опытом с зарубежными банками, что позволит создать устойчивую основу для дальнейшего роста зелёного финансирования.

Список литературы:

1. **Годовой отчёт Министерства Экономики и финансов** «о привлекаемых зелёных инвестициях в Республику Узбекистан по итогам 2024 года», Ташкент, 2024
2. Ministry of Economy and finance (2023), the Republic of Uzbekistan for the first time placed “green” international bonds in the national currency, <https://www.imv.uz/en/news/category/yangiliklar/post-1621>
3. UNCTAD. (2024). World Investment Report 2024: Chapter III Sustainable finance trends. United Nations.
4. OECD (2022), Green, social, sustainability and sustainability-linked bonds in developing countries: How can donors support public sector issuances?, OECD, Paris, <https://www.oecd.org/dac/green-social-sustainability-and-sustainability-linked-bonds.pdf>
5. UNDP (2022), Uzbekistan Development Finance Bond: Impact and Allocation Report, United Nations Development Programme (UNDP), <https://www.undp.org/uzbekistan/publications/uzbekistan-development-finance-bond-impactallocation-report>
6. Богачёва О.В. Смородинов О.В. "Зеленые" облигации как важнейший инструмент финансирования "зеленых" проектов, <https://cyberleninka.ru/article/n/zelenye-obligatsii-kak-vazhneyshiy-instrument-finansirovaniya-zelenyh-proektov>
7. Climate Bonds Initiative. (2021). Green Bond Market Summary. Retrieved from <https://www.climatebonds.net>
8. UNCTAD. (2023). World Investment Report 2023: Investing in Sustainable Finance. United Nations.
9. Flammer, C. (2021). Corporate Green Bonds. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 499–516.
10. Tang, D.Y., & Zhang, Y. (2020). Do Shareholders Benefit from Green Bonds? *Journal of Corporate Finance*, 61, 101427.

11. Shishlov, I., Morel, R., & Cochran, I. (2016). Beyond Transparency: Unlocking the Full Potential of Green Bonds. Climate Policy Initiative.
12. Mertens, G., & Jacques, L. (2019). Greenwashing and Environmental Disclosure: An Empirical Analysis. Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, 10(1), 142–164.
13. International Capital Market Association (ICMA). Social Bond Principles. URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/social-bond-principles-sbp/> (дата обращения: 01.05.2025).
14. Всемирный банк. Sustainable Development Bonds. URL: <https://treasury.worldbank.org/en/about/unit/treasury/ibrd/ibrd-sustainable-development-bonds> (дата обращения: 01.05.2025).
15. Анастасия ТрояноваЧто такое зелёные облигации? <https://trends.rbc.ru/trends/green/60ddcae59a79476590c44ef6> (дата обращения: 01.05.2025).
16. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). Social Bonds. URL: <https://www.oecd.org/finance/social-bonds>. htm (дата обращения: 01.05.2025).