

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI
HUZURIDAGI ILMIY DARAJA BERUVCHI
DSc.03/10.12.2019.I.16.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI HUZURIDAGI
“O‘ZBEKISTON IQTISODIYOTINI RIVOJLANTIRISHNING ILMIY
ASOSLARI VA MUAMMOLARI” ILMIY-TADQIQOT MARKAZI**

ABROROV SIROJIDDIN ZUXRIDDIN O‘G‘LI

**O‘ZBEKISTONDA ISLOM KAPITAL BOZORI EKOTIZIMINI
SHAKLLANTIRISHNING METODOLOGIK ASOSLARI**

08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit

**Iqtisodiyot fanlari doktori (DSc) dissertatsiyasi
AVTOREFERATI**

Toshkent shahri – 2024-yil

**Iqtisodiyot fanlari doktori (DSc) dissertatsiyasi
avtoreferati mundarijasi**

**Оглавления автореферата диссертации доктора (DSc)
по экономическим наукам**

**Content of dissertation abstract of doctor of science (DSc)
on economical sciences**

Abrorov Sirojiddin Zuxriddin o‘g‘li

О‘zbekistonda islom kapital bozori ekotizimini shakllantirishning metodologik asoslari..... 3

Аброров Сирожиддин Зухриддин угли

Методологические основы формирования экосистемы исламского рынка капитала в Узбекистане 31

Abrorov Sirojiddin Zukhriddin ugli

Methodological foundations for the formation of the Islamic capital market ecosystem in Uzbekistan..... 61

E‘lon qilingan ishlar ro‘yxati

Список опубликованных работ

List of published works 66

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI
HUZURIDAGI ILMIY DARAJA BERUVCHI
DSc.03/10.12.2019.I.16.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI HUZURIDAGI
“O‘ZBEKISTON IQTISODIYOTINI RIVOJLANTIRISHNING ILMIY
ASOSLARI VA MUAMMOLARI” ILMIY-TADQIQOT MARKAZI**

ABROROV SIROJIDDIN ZUXRIDDIN O‘G‘LI

**O‘ZBEKISTONDA ISLOM KAPITAL BOZORI EKOTIZIMINI
SHAKLLANTIRISHNING METODOLOGIK ASOSLARI**

08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit

**Iqtisodiyot fanlari doktori (DSc) dissertatsiyasi
AVTOREFERATI**

Toshkent shahri – 2024-yil

Fan doktori (DSc) dissertatsiyasi mavzusi "Oliy attestatsiya komissiyasida B2024.1.DSc/Iqt406 raqam bilan ro'yxatga olingan.

Dissertatsiya Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti huzuridagi "O'zbekiston iqtisodiyotini rivojlantirishning ilmiy asoslari va muammolari" ilmiy-tadqiqot markazida bajarilgan

Dissertatsiya avtoreferati uch tilda (o'zbek, rus, ingliz (rezюме)) ilmiy kengash veb-sahifasida (www.tsue.uz) va "Ziynet" axborot ta'lim portalida (www.ziynet.uz) joylashtirilgan

Ilmiy maslahatchi:

Valiyev Bobur Batirovich

iqtisodiyot fanlari doktori (DSc), katta ilmiy xodim

Rasmiy opponentlar:

Qo'ziyeva Nargiza Ramzanovna

iqtisodiyot fanlari doktori (DSc), professor

Nurislom To'xliyev

iqtisodiyot fanlari doktori (DSc), akademik

Tursunov Anvar Sultonovich

iqtisodiyot fanlari doktori (DSc)

Yetakchi tashkilot:

**O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasi
huzuridagi Biznes va tadbirkorlik oliy maktabi**

Dissertatsiya himoyasi Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti huzuridagi ilmiy darajalar beruvchi DSc.03/10.12.2019.I.16.01 raqamli Ilmiy kengashning 2024-yil "5" 12 soat 10⁰⁰ dagi majlisida bo'lib o'tadi. Manzil: 100003, Toshkent shahri, Islom Karimov ko'chasi, 49-uy. Tel.: (99871) 239-28-72, faks: (99871) 239-43-51, e-mail: info@tsue.uz

Dissertatsiya bilan Toshkent davlat iqtisodiyot universitetining Axborot-resurs markazida tanishish mumkin (~~12~~ raqami bilan ro'yxatga olingan). Manzil: Toshkent shahri, Islom Karimov ko'chasi, 49-uy. Tel.: (99871) 239-28-72, faks: (99871) 239-43-51, e-mail: info@tsue.uz

Dissertatsiya avtoreferati 2024-yil "18" 11 kuni tarqatildi.
(2024 yil "18" 11 dagi 73 raqamli reestr bayonnomasi).



S.U. Mexmonov

ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash raisi,
i.f.d., professor

U.V. Gafurov

ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash
kотиби i.f.d., professor

S.K. Xudoykulov

ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash
qoshidagi ilmiy seminar raisi, i.f.d., professor

KIRISH (fan doktori (DSc) dissertatsiyasi annotatsiyasi)

Dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zarurati. Jahon iqtisodiyoti rivojlanish tendensiyasi bugungi kunda yangidan-yangi moliyaviy resurslarga ehtiyojni oshirib bormoqda. So‘nggi yillarda moliya bozorlarida resurs jalb qilishda katta imkoniyatlarni taqdim etuvchi tizim sifatida islom kapital bozori samaradorligi yuqori yo‘nalish bo‘lib taraqqiy etmoqda. Uning instrumentlaridan biri hisoblangan sukuk – islom qimmatli qog‘ozlari orqali asr boshidan 2023-yil boshiga qadar jahon iqtisodiyotiga qariyb 1,8 trln. AQSH dollari qiymatida investitsiyalar kiritilgan¹. Mazkur soha joriy qilingan mamlakatlarda jamiyat talabiga muvofiq investitsion vositalarni ko‘paytirish, barcha toifadagi investorlar uchun qulay muhit yaratish, investitsion portfelni diversifikatsiyalash, yashirin iqtisodiyotni kamaytirishda muhim ahamiyat kasb etmoqda. 2022-yil ma‘lumotlariga ko‘ra, jahonda islom moliyasi aktivlari qiymati 3,9 trln. AQSH dollaridan oshdi². Bundan avvalroq berilgan prognozlarga ko‘ra, 3,5 trln. AQSH dollarlik qiymatga 2024-yili erishilishi kutilayotgan edi. Bu esa, o‘z navbatida, sohaning sezilarli darajada tez o‘sayotganligidan dalolat beradi.

Jahon hamjamiyatida islom kapital bozorining fundamental asoslari, moliya bozoridagi vazifasi, o‘rni va an‘anaviy tizimlarga integratsiyalash bo‘yicha tadqiqotlar olib borilgan. Tadqiqotlarda, islom kapital bozorining iqtisodiyotni qo‘shimcha zaxiralar hisobiga rivojlantirish va turli moliyaviy inqirozlardan himoyalash masalalari ustuvorlik kasb etmoqda. Islom kapital bozorining hajm va geografik jihatdan oshib va kengayib borishi uning moliyaviy tizim sifatida aniq mexanizmini belgilash, shariat kengashi kabi o‘ziga xos institutlarini inobatga olgan holda tartibga solishni standartlashtirish hamda mavjud an‘anaviy kapital bozorlariga integratsiya qilish bo‘yicha izlanishlar olib borishni taqozo etadi. Shuningdek, islom fond indekslarining tashqi shok omillarga bardoshlilik darajasining qiyosiy tahlili yetarli o‘rganilmagan.

O‘zbekistonda islom moliyasi, xususan, islom kapital bozoriga qiziqish ortib borayotgan bo‘lsa-da, ekotizim sifatida joriy etilmagan. Uning joriy etilishi kapital bozorining raqobatbardoshligini va kapitallashuvini oshirish, sohaga ilg‘or xalqaro amaliyotni joriy qilish hamda bank tomonidan kreditlashga muqobil bo‘lgan samarali moliyalashtirish mexanizmini yaratishda muhim omil bo‘lib xizmat qiladi. Mamlakatimizda islom kapital bozori ekotizimini joriy etish milliy kapital bozorini yanada rivojlantirish va “10 mlrd. AQSH dollari qiymatidagi mablag‘larning “yashirin iqtisodiyot”dan chiqishida”³ muhim ahamiyat kasb etadi.

O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 11-sentabrdagi “O‘zbekiston – 2030 strategiyasi to‘g‘risida”gi PF-158-son, 2021-yil 13-apreldagi “Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi PF-6207-son, 2022-yil 8-apreldagi “Tadbirkorlik muhitini yaxshilash va xususiy sektorni

¹ IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2023, 12th edition. p29.

² Islamic Finance Development Report 2022: Embracing change. The Islamic Corporation for the Development of the Private Sector and Refinitiv. p8

³ Стратегия развития рынка капитала на 2020-2025 годы – основные положения. На основе рекомендаций консультантов ЕБРР и АБР. с5.

rivojlantirish orqali barqaror iqtisodiy o'sish uchun shart-sharoitlar yaratish borasidagi navbatdagi islohotlar to'g'risida"gi PF-101-son Farmonlari, 2023-yil 2-sentyabrdagi "Kapital bozorini rivojlantirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida"gi PQ-291-son Qarori, shuningdek mazkur sohaga tegishli boshqa normativ-huquqiy hujjatlarda belgilangan vazifalarni amalga oshirishga mazkur dissertatsiya muayyan darajada xizmat qiladi.

Tadqiqotning respublika ilm-fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo'nalishlariga mosligi. Mazkur dissertatsiya tadqiqoti respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining I. "Demokratik va huquqiy jamiyatni ma'naviy-axloqiy va madaniy rivojlantirish, innovatsion iqtisodiyotni shakllantirish" ustuvor yo'nalishiga muvofiq bajarilgan.

Dissertatsiya mavzusi bo'yicha xorijiy ilmiy tadqiqotlar sharhi.⁴ Islom kapital bozori ekotizimini shakllantirishning metodologik asoslari va uni takomillashtirish bilan bog'liq ilmiy izlanishlar jahonning yetakchi ilmiy markazlari va oliy ta'lim muassasalarida, jumladan, Islom moliya institutlari uchun buxgalteriya va audit tashkiloti (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, Bahrayn), Davlat islom diniy kengashi (State Islamic Religious Council, Malayziya), Islom moliyaviy xizmatlari Kengashi (Islamic Financial Services Board, Malayziya), Xalqaro islom likvidligini boshqarish korporatsiyasi (The International Islamic Liquidity Management Corporation, Malayziya), Xalqaro islom moliyasi bozori (International Islamic Financial Market, Bahrayn), Islom taraqqiyot banki instituti (The Islamic Development Bank Institute, Saudiya Arabistoni), Kembridj islom moliyasi instituti (Cambridge Institute of Islamic Finance, Buyuk Britaniya), London biznes maktabi (London Business School, Buyuk Britaniya), Islom moliyasi ta'limi xalqaro markazi (INCEIF University, Malayziya), Garvard biznes maktabi (Harvard Business School, AQSH), Istanbul Sabahaddin Zaym universiteti (İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, Turkiya), O'zbekiston xalqaro islom akademiyasi (O'zbekiston), "O'zbekiston iqtisodiyotini rivojlantirishning ilmiy asoslari va muammolari" ilmiy tadqiqot markazi tomonidan olib borilmoqda.

Jahonda Islom kapital bozori ekotizimini shakllantirishning metodologik asoslari va uni takomillashtirish bo'yicha olib borilgan ilmiy izlanishlar natijasida qator ilmiy natijalar olingan. Jumladan, islom moliyaviy institutlari, qimmatli qog'ozlari va boshqa shakldagi moliyaviy instrumentlar bo'yicha shariat standartlari ishlab chiqilgan (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, Malayziya); Sukukning mintaqalar, mamlakatlar, davrlar va turlari kesimidagi tahlili va islom kapital bozorining mamlakatlar bo'yicha o'ziga xos jihatlari tadqiq qilingan (International Islamic Financial Market, Bahrayn); Islom kapital bozorini shakllantirish va uning instrumentlaridan samarali foydalanish uchun uslubiy tavsiyalar ishlab chiqilgan (Islamic Financial Services Board, Malayziya); Birlashgan Millatlar Tashkilotining barqaror rivojlanish maqsadlariga erishishda islom moliyasi, xususan, islom kapital bozori imkoniyatlaridan

⁴ <https://aaoifi.com>; <https://www.ifsb.org>; <https://iilm.com>; <https://www.iifm.net>; <https://isdbinstitute.org>; <https://www.cambridge-ifa.net>; <https://www.london.edu>; <https://inceif.edu.my>; <https://www.hbs.edu>; <https://www.izu.edu.tr>; <https://iiu.uz>; <https://cedr.uz>.

foydalanishga oid izlanishlar olib borilgan (The Islamic Development Bank Institute, Saudiya Arabistoni); Islom kapital bozori orqali aholi farovonligini oshirish va “yashirin iqtisodiyot”ni kamaytirish bilan bog‘liq tahlillar o‘tkazilgan (INCEIF University, Malayziya).

Jahonda Islom kapital bozori ekotizimini shakllantirish va rivojlantirish bo‘yicha bir qator, jumladan, quyidagi ustuvor yo‘nalishlarda tadqiqotlar olib borilmoqda: islom kapital bozorining jahon moliya bozoridagi ulushini oshirish maqsadida yangi islom moliya xizmatlari turlarini rivojlantirish; islom fondlari sonini va qamrovini oshirish; islom kapital bozori faoliyatida raqamli texnologiyalarni takomillashtirish orqali samaradorligini oshirish, islom kapital bozorini mamlakatlarda joriy etish orqali dualistik moliya tizimlarini tashkil etish.

Muammoning o‘rganilganlik darajasi. Islom kapital bozori faoliyatini tashkil qilish hamda uning samaradorligini oshirishning nazariy va amaliy jihatlari bo‘yicha xorijlik yirik iqtisodchi olimlar M.Taqi Usmoniy, H.Visser, S.Godlevskiy, R.Turk-Aris, L.Veyl, I.Ali, R.Falahiy, M.Zulxibri, Y.Ibrahim, M.Minay, N.Ahmad, S.Davud, Z.Kafeliya, A.Said, R.Grassa, A.Echchabi, H.Abd.aziz, U.Idris, M.Hassan, S.Aliyu, A.Paltriniyeri, A.Xan, H.Samaoyi va S.Nechilar⁵ tomonidan tadqiqotlar olib borilgan.

MDH mamlakatlari olimlaridan V.Antropov, T.Gafurova, S.Mokina, O.Trofimova, I.A.Zaripov, va I.Bekkin⁶ singari olimlar ilmiy ishlarida islom kapital bozori va islom moliyasi masalalari o‘z aksini topgan. O‘zbekistonlik iqtisodchi olim va tadqiqotchilar X.Xasanov, J.Imamnazarov, A.Tursunov, B.Jo‘rayev, M.Sultanov, N.Allaberganova, H.Nusratxujayev va T.Boboqulovlarning⁷ ilmiy ishlarida ham izlanishlar olib borilgan.

⁵ Usmani Muhammad Taqi. “Sukuk and their contemporary applications. (2007)” Translated from the original Arabic by Sheikh Yusuf Talal De Lorenzo, AAOIFI Shari‘a Council meeting, Saudi Arabia. 15 p.; Hans Visser. Islamic Finance: Principles and Practice. – Edward Elgar, Cheltenham, UK • Northampton, MA, USA, — 2009. 184 p.; C.J.Godlewski, R.Turk-Ariss & L.Weill. Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective. Journal of Comparative Economics, 41, 2019 pp 745-761; Mohammed Imad Ali, Ikramur Rahman Falahi. Islamic banking and finance: principles and practices // Marifa Academy Private Limited, 2014. 242 p.; Zulkhibri M. (2015). A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk. Borsa Istanbul Review, 15, pp. 237-248; Ibrahim Y., & Minai M.S. (2009). Islamic bonds and the wealth effects: evidence from Malaysia. Investment Management and Financial Innovations, 6(1), pp. 184–191; Ahmad N., Daud S.N., & Kefelia Z. (2012). Economic forces and the sukuk market. Procedia: Social and Behavioral Sciences, 65, pp. 127-133; Said A., & Grassa R. (2013). The determinants of sukuk market development: does macroeconomic factors influence the construction of certain structure of sukuk? Journal of Applied Finance and Banking, 3(5), pp. 251-267; Echchabi A., Abd.aziz H., Idriss U., 2016. Does sukuk financing promote economic growth? An emphasis on the major issuing countries. Turk. J. Islam. Econ.3, pp. 63-73; Hassan M., Aliyu S., Paltrinieri A. & Khan A. (2018). A Review of Islamic Investment Literature. Economic Papers: A journal of applied economics and policy. In Press; Smaoui H., & Nechi S. (2017). Does sukuk market development spur economic growth? Research in International Business and Finance, 41, pp. 136-147.

⁶ Антропов В.В. Исламские финансы в глобальной экономике: современные тенденции и перспективы. Причины появления исламских финансов // Экономический журнал. 2017. №48. с. 57-77; Гафурова Г.Т. Сукук в системе исламского финансирования // Вестник АГТУ. Экономика. 2011. №2. с. 90-94; Мокина Л.С. Исламские ценные бумаги как источник финансирования инвестиционных проектов и перспективы их размещения на финансовом рынке России // Российское предпринимательство. 2017. Том 18. №22. с. 3429-3446; Трофимова О. Мусульмане и ислам в Западной Европе // Мировая экономика и международные отношения. 2009. №10. с. 52-62; Зарипов И.А. Малайзия – флагман исламских финансов // Вестник финансового университета. 2016. №4. с. 118-129; Р.И.Беккин. Исламская экономическая модель и современность. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Изд. дом Марджани, 2010. – 367 с.

⁷ Хасанов Х. Ахлокий (исломий) молиялаштириш тизими – инновацион молиялаштириш востиси сифатида (Ўзбекистон ва МДХ мисолида). “Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар” илмий электрон журнали. № 5, 2017 й.; Имамназаров Ж. Ислom молия тизими имкониятларидан Ўзбекистон иқтисодиётида фойдаланишнинг

Mazkur olimlarning ilmiy ishlarida islom kapital bozori faoliyati bilan bog‘liq muammolar nazariy jihatlar va uning ishlash mexanizmiga bog‘liq bo‘lib, islom kapital bozori va mamlakat iqtisodiyoti o‘rtasidagi o‘zaro bog‘liqlikni chuqurroq o‘rganishga ehtiyoj mavjud. Moliya bozori qulayligini oshirish va aholi pul mablag‘larini jalb etish maqsadida O‘zbekistonda islom kapital bozori ekotizimini joriy etishga oid izlanishlarni amalga oshirish dolzarb ahamiyat kasb etadi.

Dissertatsiya tadqiqotining dissertatsiya bajarilgan ilmiy tadqiqot muassasasining ilmiy tadqiqot ishlari rejalari bilan bog‘liqligi. Dissertatsiya tadqiqoti Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti huzuridagi “O‘zbekiston iqtisodiyotini rivojlantirishning ilmiy asoslari va muammolari” ilmiy tadqiqot markazining FZ-5421033210-sonli “Milliy iqtisodiyotni davlat tomonidan tartibga solish tizimi transformatsiyasining metodologik asoslari” mavzusidagi fundamental ilmiy loyiha doirasida bajarilgan.

Tadqiqotning maqsadi O‘zbekistonda islom kapital bozori ekotizimini shakllantirishning metodologik asoslari bo‘yicha ilmiy taklif va tavsiyalarni ishlab chiqishdan iborat.

Tadqiqotning vazifalari:

islom kapital bozori fundamental asoslarini tahlil qilish asosida nazariy va metodologik yondashuvlarni shakllantirish;

mamlakatlar iqtisodiyotidagi islom kapital bozorining ahamiyatini tahlil qilish;

fond bozorlarida islom fond indekslarini tadqiq qilish orqali ularning tashqi shok omillarga bardoshlilik darajasini aniqlash;

sukuk moliyaviy instrumentining rivojlanish tendensiyasini va joriy holatini tahlil qilish;

islom kapital bozorini shakllantirish va sukuk bozorini rivojlantirish bo‘yicha xorijiy mamlakatlarning ilg‘or tajribalarini tadqiq qilish;

O‘zbekistonda islom kapital bozori ekotizimini shakllantirish bo‘yicha ilmiy asoslangan taklif va tavsiyalar ishlab chiqish.

Tadqiqotning obyekti sifatida islom kapital bozorlaridagi instrument va institutlar olingan.

Tadqiqotning predmeti islom kapital bozori ekotizimini shakllantirish jarayonida yuzaga keluvchi iqtisodiy munosabatlar hisoblanadi.

Tadqiqotning usullari. Dissertatsiyada ilmiy abstraksiyalash, empirik, tasviriy statistika, ekspert baholash, guruhlashtirish, qiyosiy va dinamik tahlil,

назаний асосларини такомиллаштириш. Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) автореферати. - Т.: ТДИУ, 2023. 70 б.; Tursunov A. Islomiy mikromoliyalashda “Vaql” xayriya jamoat fondining faoliyatini rivojlantirish yo‘llari. Iqtisodiyot fanlari doktori (DSc) dissertatsiyasi avtoreferati. -Т.: BFA, 2023. 64 б.; Султанов М. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантириш истиқболлари. Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) автореферати. -Т.: ТДИУ, 2019. 58 б.; Аллаберганова Н. Ислом кредит институтлари фаолиятининг назарий жиҳатлари. “Молия ва банк иши” электрон илмий журнали. №1, 2019 й. 11-16 б.; Хасанов Х., Давлатяров О. Фоиз ставкаси ва инфляция даражаси ўртасидаги боғлиқликнинг исломий молиялаштириш жиҳатидан таҳлили. Стратегическое планирование – важный фактор стабильности устойчивого социально-экономического развития страны и регионов: материалы Форума экономистов/под общей редакцией. Т.Ахмедова.–Ташкент: IFMR, 2019. сс. 245-252.; Nusrathujaev H. “Raising Islamic finance awareness in Uzbekistan” Islamic finance news 2020 pp17-18.; Boboqulov T. “O‘zbekiston Respublikasi bank tizimida omonat jalb qilish bilan bog‘liq mavjud muammolarni islomiy bank mahsulotlarini joriy etish orqali bartaraf etish”. Logistika va iqtisodiyot 2020 №3-10-17 b.

ekonometrik tahlil, Hills baholash va OLS log-log regressiya usullaridan foydalanilgan.

Tadqiqotning ilmiy yangiligi quyidagilardan iborat:

uslubiy yondashuvga ko'ra "islom kapital bozori ekotizimini shakllantirish" tushunchasining iqtisodiy mazmuni mazkur jarayonning institutsional asosi sifatida makrodarajada – markazlashgan hamda mikrodarajada – islom moliyasi institutlari shariat kengashlarining zaruriy ahamiyatini bozor ishtirokchilarining xulq-atvori jihatidan ilmiy asoslash orqali takomillashtirilgan;

moliyaviy instrumentlarning islom moliyasi tamoyillari jihatidan nomuvofiqlik tavsifi tufayli foydalanilmayotgan moliyaviy resurslarni islom kapital bozorini shakllantirish orqali iqtisodiy va ijtimoiy loyihalarga maqsadli yo'naltirish taklifi asoslangan;

global moliyaviy beqarorlik sharoitida investorlarning an'anaviy fond indekslaridagi yuqori darajali risklarini kamaytirish maqsadida ribo, maysir va g'arar kabi unsurlardan holiligi sabab moliyaviy inqirozlarga bardoshliroq bo'lgan islom fond indekslaridan foydalanish taklif etilgan;

O'zbekistonga islom moliyasi tamoyillari asosidagi investitsiyalarni jalb qilishda ijara va kechiktirilgan to'lovlarning avvaldan belgilanishi hamda emitent uchun kreditorlik qarzдорlikni ifodalashiga ko'ra daromadini yuqori darajada aniqlik bilan prognoz qilish imkoniyatini beruvchi ijara va murobaha sukuklaridan foydalanish asoslangan;

O'zbekistonda islom kapital bozori ekotizimini shakllantirishning metodologik asoslari uning dastlabki bosqichida sukuk instrumentini muvaffaqiyatli joriy etish va rivojlantirish maqsadida Islom taraqqiyot banki texnik ko'magini jalb qilish jarayonini "ITB – BMT – Milliy tartibga soluvchi" doirasidagi hamkorlik shaklida tashkil etish orqali takomillashtirilgan.

Tadqiqotning amaliy natijalari quyidagilardan iborat:

islom kapital bozori ekotizimining institutsional asosi sifatida moliya institutlari, tartibga soluvchi tashkilotlar, xalqaro muassasalar, bozor tashkilotchilari va boshqa vositachilarning o'zaro to'ldiruvchilik xususiyatlariga ko'ra bog'liqlik jihatlari ko'rsatib berilgan;

kapital bozorlaridagi islom fond indekslarining tarkibiy tuzilmasi iqtisodiyotning real sektori bilan mutanosiblik darajasi baholangan;

islom qimmatli qog'ozlarni islom moliyasi tamoyillariga muvofiqlik darajasini aniqlash jarayonidagi qat'iy tekshirishga oid xalqaro standartlar doirasidagi me'zonlari tadqiq etilgan va guruhlashtirilgan;

O'zbekistonda islom kapital bozori instrumentlarini qisqa davrda samarali joriy etish va tartibga solishni nazarda tutuvchi kapital bozori sohasida "tartibga solish qumdoni" maxsus rejimni joriy qilish taklifi berilgan;

O'zbekiston kapital bozorida barcha toifadagi sarmoyadorlar uchun qulaylikni oshirish, investorlar sonini ko'paytirish, mavjud qimmatli qog'ozlar turini diversifikatsiya qilish va raqobatning yangi omillarini yaratish maqsadida O'zbekistonda islom kapital bozori ekotizimini shakllantirish bosqichlari ishlab chiqilgan.

Tadqiqot natijalarining ishonchliligi tadqiqotda qo'llanilgan uslubiy yondashuv va usullarning maqsadga muvofiqligi, ma'lumotlarning rasmiy manbalardan, shuningdek xalqaro tashkilotlarning ochiq statistik hisobotlaridan olinganligi, xulosa va takliflarning mutasaddi tashkilotlar tomonidan amaliyotga joriy qilinganligi bilan tasdiqlanadi.

Tadqiqot natijalarining ilmiy va amaliy ahamiyati. Tadqiqot natijalarining ilmiy ahamiyati ishlab chiqilgan takliflar O'zbekistonda kapital bozorini rivojlantirish ustuvor yo'nalishlarini ishlab chiqish, hamda islom kapital bozori ekotizimini joriy etish istiqbollariga oid ilmiy tadqiqotlarni amalga oshirishga xizmat qilishi bilan izohlanadi.

Tadqiqot natijalarining amaliy ahamiyati ishlab chiqilgan tavsiyalar kapital bozorini rivojlantirish strategiyasini ishlab chiqishda foydalanish, shuningdek, xorijiy investorlar, xo'jalik subyektlari, moliyaviy institutlar va aholining bo'sh mablag'larini jalb etish hamda joylashtirish maqsadida qabul qilinadigan qonun va qonunosti hujjatlari, mamlakat Prezidentining farmonlari, qaror va farmoyishlari, Vazirlar Mahkamasining qarorlari va sohaga oid boshqa me'yoriy hujjatlarni ishlab chiqishda foydalanish mumkinligi bilan izohlanadi.

Tadqiqot natijalarining joriy qilinishi. O'zbekistonda islom kapital bozori ekotizimini shakllantirish mexanizmi bo'yicha ishlab chiqilgan ilmiy-uslubiy va amaliy tavsiyalar asosida:

uslubiy yondashuvga ko'ra "islom kapital bozori ekotizimini shakllantirish" tushunchasining iqtisodiy mazmuni mazkur jarayonning institutsional asosi sifatida makrodarajada – markazlashgan hamda mikrodarajada – islom moliyasi institutlari shariat kengashlarining zaruriy ahamiyatini bozor ishtirokchilarining xulq-atvori jihatidan ilmiy asoslash orqali takomillashtirishga oid nazariy-uslubiy materiallardan oliy ta'lim muassasalari 70411101 – "Islom iqtisodiyoti va moliyasi" ta'lim mutaxassisligi talabalari uchun tavsiya etilgan "Mulkn boshqarish va rejalashtirish" nomli darslikni tayyorlashda foydalanilgan (O'zbekiston Respublikasi Oliy ta'lim, fan va innovatsiyalar vazirligining 2023-yil 17-iyuldagi 314-sonli buyrug'i). Mazkur ilmiy yangilikning amaliyotga joriy qilinishi oliy ta'lim muassasalari talabalarida "shariat kengashlari" tushunchalarining iqtisodiy mazmuni va moliya bozoridagi ahamiyati bo'yicha yanada kengroq nazariy bilim va ko'nikmalar hosil qilish uchun uslubiy asos bo'lgan;

moliyaviy instrumentlarning islom moliyasi tamoyillari jihatidan nomuvofiqlik tavsifi tufayli foydalanilmayotgan moliyaviy resurslarni islom kapital bozorini shakllantirish orqali iqtisodiy va ijtimoiy loyihalarga maqsadli yo'naltirish taklifi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi PF-6207-sonli Farmonida o'z aksini topgan (O'zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligining 2024-yil 7-oktyabrdagi 06/33-4-20806-sonli ma'lumotnomasi). Mazkur ilmiy taklifning amaliyotga joriy etilishi natijasida xorijda muvaffaqiyatli sinovdan o'tgan ilg'or yondashuvlarni qo'llash orqali barcha toifadagi investorlar uchun kapital bozorining qulayligini oshirish kapital bozorini rivojlantirishning ikkinchi asosiy yo'nalishi etib belgilangan;

global moliyaviy beqarorlik sharoitida investorlarning an'anaviy fond indekslaridagi yuqori darajali risklarini kamaytirish maqsadida ribo, maysir va g'arar kabi unsurlardan holiligi sabab moliyaviy inqirozlarga bardoshliroq bo'lgan islom fond indekslaridan foydalanish taklifi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi PF-6207-sonli Farmonida o'z aksini topgan (O'zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligining 2024-yil 7-oktyabrdagi 06/33-4-20806-sonli ma'lumotnomasi). Mazkur ilmiy taklifning amaliyotga joriy etilishi natijasida kapital bozorida investorlar sonini ko'paytirish va mavjud qimmatli qog'ozlar turini diversifikatsiya qilish hamda raqobatning yangi omillarini shakllantirishning asosi yaratilgan;

O'zbekistonga islom moliyasi tamoyillari asosidagi investitsiyalarni jalb qilishda ijara va kechiktirilgan to'lovlarning avvaldan belgilanishi hamda emitent uchun kreditorlik qarzdorlikni ifodalashiga ko'ra daromadini yuqori darajada aniqlik bilan prognoz qilish imkoniyatini beruvchi ijara va murobaha sukuklaridan foydalanishga oid taklifi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 8-apreldagi "Tadbirkorlik muhitini yaxshilash va xususiy sektorni rivojlantirish orqali barqaror iqtisodiy o'sish uchun shart-sharoitlar yaratish borasidagi navbatdagi islohotlar to'g'risida"gi PF-101-sonli Farmonida o'z aksini topgan (O'zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligining 2024-yil 7-oktyabrdagi 06/33-4-20806-sonli ma'lumotnomasi). Mazkur ilmiy taklifning amaliyotga joriy etilishi natijasida kapital bozorini yanada erkinlashtirish hisobiga moliya bozoridagi turli segmentlarni rivojlantirish, qo'shimcha investitsiyalarni jalb qilish va xizmatlar sohasini rivojlantirishga yangi imkoniyatlar yaratilgan;

O'zbekistonda islom kapital bozori ekotizimini shakllantirishning metodologik asoslari uning dastlabki bosqichida sukuk instrumentini muvaffaqiyatli joriy etish va rivojlantirish maqsadida Islom taraqqiyot banki texnik ko'magini jalb qilish jarayonini "ITB – BMT – Milliy tartibga soluvchi" doirasidagi hamkorlik shaklida tashkil etish orqali takomillashtirishga oid taklifi Islom Taraqqiyot Bankining O'zbekistondagi vakilligi faoliyatiga tadbiq etilgan (Islom Taraqqiyot Banki O'zbekistondagi vakilining 2023-yil 22-noyabrdagi FR-UZ/11-22-son ma'lumotnomasi). Mazkur ilmiy taklifning amaliyotga joriy qilinishi Kapital bozorini rivojlantirish agentligi, Birlashgan Millatlar Tashkiloti Taraqqiyot dasturi va Islom Taraqqiyot Banki o'rtasida shartnoma imzolanishiga xizmat qilgan va jami 220 ming AQSH dollari qiymatida texnik ko'mak jalb qilingan.

Tadqiqot natijalarining aprobatyasi. Ushbu tadqiqot natijalari 7 ta respublika va 7 xalqaro ilmiy-amaliy konferensiyalarda muhokamadan o'tkazilgan.

Tadqiqot natijalarining e'lon qilinganligi. Dissertatsiya mavzusi bo'yicha jami 33 ta ilmiy ish, jumladan 2 ta ilmiy monografiya, O'zbekiston Respublikasi Oliy attestatsiya komissiyasining doktorlik dissertatsiyalari asosiy ilmiy natijalarini chop etish bo'yicha tavsiya etilgan ilmiy nashrlarda 17 ta ilmiy maqola, jumladan 6 tasi xorijiy jurnallarda nashr etilgan.

Dissertatsiyaning tuzilishi va hajmi. Dissertatsiya kirish, to'rtta bob, xulosa, foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati va ilovadan tarkib topgan. Dissertatsiya hajmi 216 betni tashkil etadi.

DISSERTATSIYANING ASOSIY MAZMUNI

Kirish qismida dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zarurati asoslangan, tadqiqotning maqsadi va asosiy vazifalari, obykti va predmeti shakllantirilgan, respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo‘nalishlariga bog‘liqligi ko‘rsatilgan, xorijiy ilmiy tadqiqotlar sharhi keltirilgan, tadqiqotning ilmiy yangiligi va amaliy natijalari bayon qilingan, olingan natijalarning ilmiy va amaliy ahamiyati yoritib berilgan, tadqiqot natijalarini amaliyotga joriy qilishning sinovdan o‘tganligi, nashr etilgan ishlar va dissertatsiya tuzilishi bo‘yicha ma‘lumotlar keltirilgan.

Dissertatsiyaning **“Islom kapital bozorining mohiyati va uning ilmiy-nazariy asoslari”** nomli birinchi bobida islom kapital bozorining fundamental asoslari, ekotizimini shakllantirishning institutsional asoslari, uni tartibga solish va sukukning iqtisodiy kategoriya sifatidagi rolga oid ilmiy-nazariy qarashlar tadqiq qilingan. Tadqiqot vazifalaridan kelib chiqqan holda nazariy natija va yangiliklar olingan.

Islom moliyasida konseptual tamoyillar va shariat qoidalaridan kelib chiqqan holda an‘anaviy moliya tizimida foydalaniluvchi islom tamoyillariga mos kelmaydigan instrumentlar o‘rniga islom moliyasi vositalari ishlab chiqilgan. Islom moliyaviy instrumentlarini uning tamoyillarini hisobga olib, to‘rtta guruhga ajratish mumkin: foyda va zararni taqsimlash, qarz, ijara hamda o‘zaro kafolatlash. Islom kapital bozori instrumentlari ham shular jumlasiga kiradi. Islom kapital bozori mahsulotlari to‘liq shaklda va samarali faoliyat ko‘rsatishi uchun unga bog‘liq barcha masalalarni kompleks tarzda tadqiq qilish lozim bo‘ladi. Buni biz islom kapital bozori ekotizimi deb talqin qilamiz. Ekotizim deganda tizim faoliyati va rivoji uchun xizmat qiluvchi o‘zaro bir-bir bilan bog‘langan sohalar va elementlar agregatsiyasi tushuniladi.

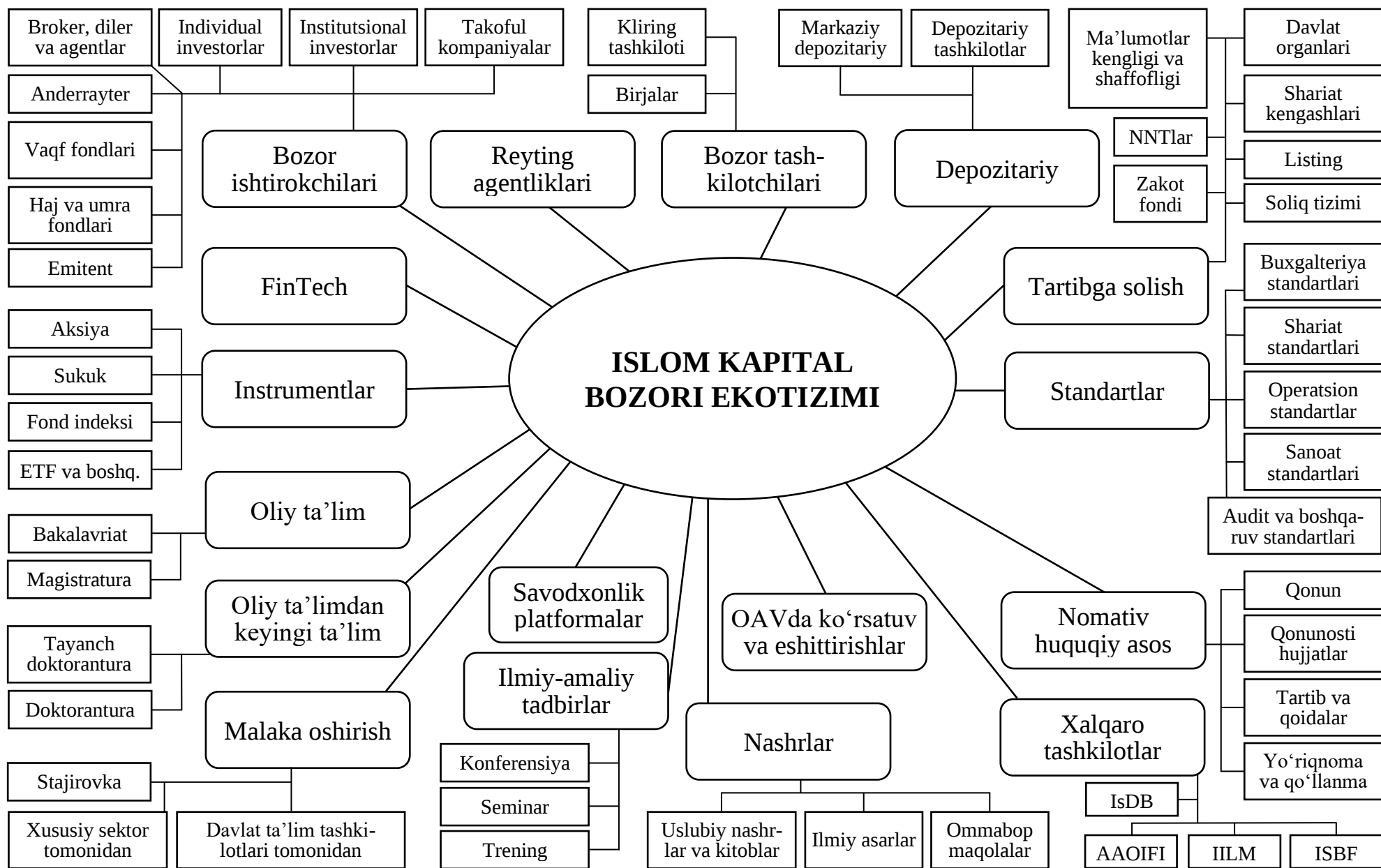
Islom kapital bozori ekotizimi bu – bozor faoliyati va rivoji uchun xizmat qiluvchi o‘zaro bir-biri bilan bog‘langan sohalar, institutlar, ishtirokchilar va boshqa shu kabi elementlar agregatsiyasi.

Ushbu qismda biz shariat kuzatuv kengashlari, islom moliya institutlari, tartibga soluvchilar va bozor ekotizimini shakllantirishda bozor vositachilarining roli va funksiyalarini ko‘rib o‘tamiz.

Islom kapital bozorining rivojlanishi bozor operatsiyalari va tartibga solish uchun xizmat qiladigan bir nechta institutsional asoslarga tayanadi. Ushbu institutsional asoslarga shariat kuzatuv kengashlari, islom moliya institutlari, tartibga soluvchi tashkilotlar va boshqa bozor vositachilari kiradi (1-rasm).

Shariat kuzatuv kengashlari islom kapital bozorini rivojlantirish va tartibga solishda hal qiluvchi rol o‘ynaydi. Ushbu kengashlar islomiy huquq va moliya sohasida tajribaga ega bo‘lgan olimlardan iborat bo‘lib, ular moliyaviy mahsulotlar va xizmatlarning islom moliyasi tamoyillariga muvofiqligini kuzatadilar. Shariat kuzatuv kengashlari islom moliyasi institutlariga shariatga mos mahsulot va xizmatlarni ishlab chiqish va amalga oshirish bo‘yicha tavsiyalar va maslahatlar berish orqali institutsional darajada ishlaydi. Shariat kuzatuv kengashlari moliyaviy mahsulotlar va xizmatlarni tekshiradi, ularning shariat tamoyillariga muvofiqligini baholaydi, muassasalarga xulosalar va tavsiyalar beradi.

Ushbu maslahatlar islom moliya institutlari tomonidan taqdim etiladigan mahsulotlar va xizmatlar islomning axloqiy tamoyillariga mos kelishini ta‘minlaydi.



1-rasm. Islom kapital bozori ekotizimi⁸

⁸ Muallif ishlanmasi

Shariat kuzatuv kengashlari faoliyati xalqaro tajribada 3 xil shaklda tadbiq etilgan: mikro darajada, makro darajada va aralash.

Shariat kuzatuv kengashlari har bir islom moliyasi muassasalari tarkibida tashkil topishining majburiy etib belgilanishi mikro darajasida kengashning tadbiq etilishi hisoblanadi. Bunda har bir tashkilot o'z faoliyatini shariat kuzatuv kengashining ijobiy xulosalari bilangina amalga oshirishi mumkin bo'ladi.

Makro darajada shariat kuzatuv kengashi tartibga soluvchi organ tarkibida tuziladi va mazkur kengash zimmasida barcha islom moliyasi muassasalari faoliyatini islom moliyasi tamoyillariga muvofiqligini nazorat qilib borish mas'uliyati bo'ladi.

Ayrim mamlakatlarda ikkala bosqich ham bir vaqtda amal qiladi. Bunda respublika shariat kengashlari tashkilotlarning shariat kengashlari faoliyatini muvofiqlashtirib boradi. Malayziyada ikki pog'onali shariat kengashi amal qiladi. Islom kapital bozori ekotizimini shakllantirishning institutsional asosi sifatida markazlashgan respublika (makro darajadagi) va islom moliyasi institutlarining (mikro darajadagi) shariat kengashlari bozor ishtirokchilarining xulq-atvori jihatidan zaruriy ahamiyat kasb etadi.

Shariat kuzatuv kengashlari tomonidan taqdim etiladigan xulosalar Islomiy moliyaviy muassasalar uchun buxgalteriya hisobi va audit tashkiloti (AAOIFI)ga asoslanib ham chiqariladi. Tashkilot 1991-yilda Bahraynda tashkil etilgan notijorat tashkilot hisoblanadi. Bu butun dunyo bo'ylab Islom moliya institutlari uchun buxgalteriya hisobi, audit, menejment, axloq qoidalari va shariat standartlarini ishlab chiqadigan xalqaro standartlarni belgilash organi. AAOIFI standartlari islom moliya institutlari va tartibga soluvchilar tomonidan keng tan olingan va qabul qilingan bo'lib, ular islom moliya institutlari shaffofligi, izchilligi va javobgarligini ta'minlashga qaratilgan⁹. AAOIFI standartlari islom moliya sohasi mutaxassislari, shu jumladan olimlar, shariat ulamolari, bankirlar va auditorlar tomonidan ishlab chiqilgan. Standartlar islom moliyasi tamoyillariga asoslanadi hamda xalqaro buxgalteriya hisobi va audit standartlariga rioya qilgan holda islom moliyasi sanoatining ehtiyojlarini qondirish uchun mo'ljallangan.

Xalqaro standartlar ishlab chiquvchi yana bir muhim muassasa bu Islom moliyaviy xizmatlari Kengashi (IFSB) hisoblanadi. IFSB (Islom moliyaviy xizmatlar kengashi) 2002-yilda Malayziyada tashkil etilgan¹⁰ xalqaro standartlashtirish tashkiloti. Bu butun dunyo bo'ylab islom moliya sanoati uchun prudensial va nazorat standartlari va qo'llanmalarini qabul qilishni ishlab chiqadigan va targ'ib qiluvchi mustaqil organ. IFSB ning vakolati prudensial standartlar va ilg'or tajribalarni ishlab chiqish va amalga oshirish orqali Islomiy moliyaviy xizmatlar sanoatining ishonchliligi va barqarorligini ta'minlashdan iborat. Uning standartlari korporativ boshqaruv, risklarni boshqarish, shariat muvofiqligi, kapitalning yetarliligi, likvidlikni boshqarish, oshkor qilish va oshkoralik kabi ko'plab sohalarni qamrab oladi.

Tartibga soluvchi tashkilotlar islom kapital bozorining institutsional asosidir. Ushbu organlar bozorning barqarorligi va samaradorligini ta'minlash, investorlarni himoya qilish va oshkoralikni ta'minlashda hal qiluvchi rol o'ynaydi. Tartibga soluvchi

⁹ <https://aaoifi.com/?lang=en>

¹⁰ <https://www.ifsb.org/>

tashkilotlar bozor qoidalariga rioya etilishini ta'minlash, bozor standartlarini belgilash va bozor ishtirokchilarini litsenziyalash uchun javobgardir. Islom kapital bozorida tartibga soluvchi organlarga Markaziy banklar, moliya vazirliklari, qimmatli qog'ozlar bo'yicha komissiyalar va boshqa shu kabi nazorat organlari kiradi.

Ishonchli boshqaruvchilar shariatga mos keladigan investitsiya fondlarini, shu jumladan indeksli fondlarini (ETF) boshqarish uchun javobgardir. Ular ehtimoliy investitsiya imkoniyatlari bo'yicha tadqiqotlar olib boradilar, investitsiya portfellarini shakllantiradilar va boshqaradilar. Ular boshqaradigan fondlar faoliyati to'g'risida muntazam hisobotlarni taqdim etadilar. Indeksning o'zi qisqa vaqtda bozor bo'yicha umumiy ma'lumotlar bera oluvchi ko'rsatkichlar hisoblanadi. Indeks¹¹ – bu moliyaviy qimmatli qog'ozlar yoki uyushgan yoki uyushmagan moliya bozorlarida yoki ikkalasida sotiladigan tovarlarning tanlangan to'plamiga asoslangan statistik hisoblangan ko'rsatkich. Har bir mahsulotga bozor qiymatiga qarab ma'lum bir og'irlik beriladi va umumiy qiymat doimiy raqamga bo'linadi. Hozirgi vaqtda eng mashhur ko'rsatkichlar iste'mol narxlari indeksi, shuningdek, moliya bozorlaridagi Dow Jones va FTSE indeksleri hisoblanadi.

Islomiy moliyaviy muassasalar uchun buxgalteriya hisobi va audit tashkilotining 27-shariat standartiga muvofiq indekslardan foydalanishning quyidagi usullariga ruxsat beriladi:

1. Shariatda ma'lum bir bozordagi o'zgarishlar ko'lamini aniqlashda indekslardan foydalanishga yoki ular olgan daromadlarni indekslar bilan taqqoslash orqali ixtisoslashgan menejerlarning ishini baholashga ruxsat beriladi. Indekslerden portfelni shakllantirish yoki uning tizimli xatarlarini baholash uchun ishlatilishi mumkin.

2. Indekslerden fondlar va investitsiya obligatsiyalarini taqqoslash, menejer mukofoti yoki agent bonusini investitsiya bilan bog'lash yoki mudorib bonusini mudoraba natijalari bilan bog'lash uchun qo'llanma sifatida foydalanish mumkin.

3. LIBOR kabi indeksdan yoki ma'lum bir aksiyalar/tovarlar narxlari indeksdan murobaha shartnomasidan olinadigan foydani aniqlashda benchmarking uchun asos sifatida foydalanishga ruxsat beriladi. Bunda shartnoma indeksdagi keyingi o'zgarishlar bilan o'zgarmaydigan ma'lum bir foyda uchun tuzilgan bo'lishi talab etiladi.

4. Daromadni ifodalovchi ijara to'lovini aniqlash uchun indeksdan foydalanishga ruxsat beriladi.

5. Pulga asoslangan mehnat shartnomalari bilan bog'liq mehnat qoidalarida ish haqini indeksatsiya qilish to'g'risidagi Nizom nazarda tutilishiga yo'l qo'yiladi. Biroq, qarz shaklida bo'lgan to'lanmagan ish haqi to'plangan taqdirda, qarzlar to'g'risidagi islom moliyasi qoidalariga rioya qilish kerak, ya'ni qarzlar indeksatsiya qilinishiga ruxsat etilmaydi.

6. Mudorib yoki agent tomonidan amalga oshirilgan bitimlarni ma'lum bir indeksga bog'lashga ruxsat beriladi, shunda u indeks ma'lum bir qiymatga yetganda mahsulotni bozor narxida sotishi yoki sotib olishi mumkin.

¹¹ The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions Shari'ah Standards. / The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.- Manama, 2015. p 706

7. Xaridor yoki sotuvchi tomonidan majburiy garovni bajarilishini ma'lum bir sanadagi tovar narxiga nisbatan ma'lum bir indeksning oshishi yoki pasayishi bilan bog'lashga ruxsat beriladi, bunda qo'shimcha o'sish tovar narxiga qo'shilishi mumkin.

8. Xayriya tashkilotiga o'tkaziladigan xayriya miqdorini kechikishi hisobiga ma'lum bir indeks bilan bog'lash joizdir.

Yuqoridagi 27-standartga ko'ra quyidagi holatlarda indekslardan foydalanishga ruxsat etilmaydi:

1. Haqiqiy aktivlarini sotmasdan yoki sotib olmasdan indekslarni sotishni yoki ularning moliyaviy bozorlardagi o'zgarishlaridan pul to'lash yoki olish orqali foydalanishni taqiqlaydi. Bunday bitimlar potensial xavfdan himoya qilish uchun amalga oshirilgan bo'lsa ham taqiqlanadi.

2. Indekslar bo'yicha opsiya shartnomalarini tuzishga ruxsat etilmaydi.

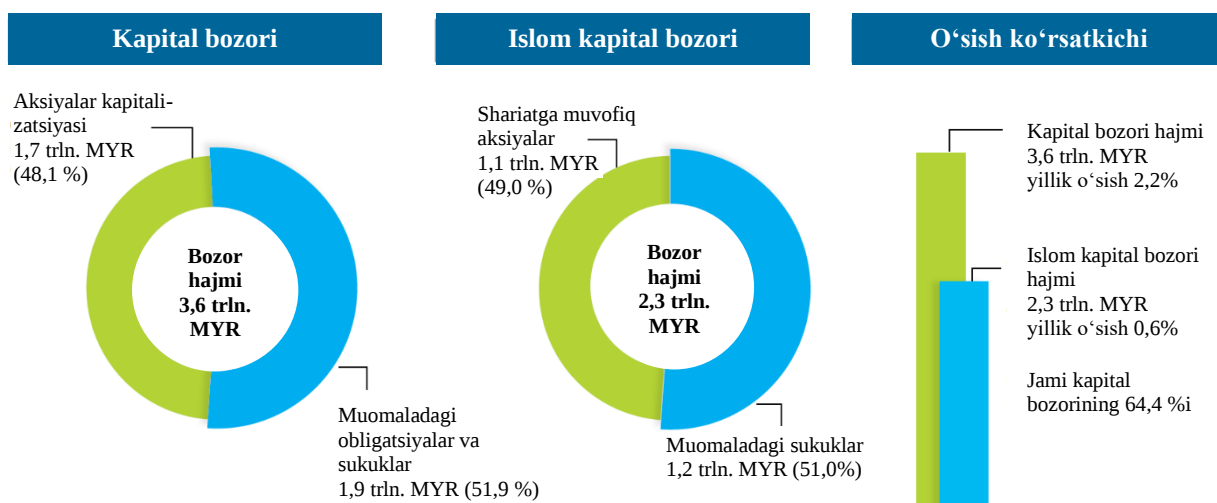
3. Multiplikator shartnomalar indeksi bo'yicha shartnomalar tuzish mumkin emas.

4. Shartnomalarni, masalan sotishni ma'lum bir indeksga bog'lab to'xtatib turish taqiqlanadi.

5. Kredit berishda qarzning miqdorini narxlar indeksiga bog'lash taqiqlanadi.

Dissertatsiyaning **“Islom kapital bozorining milliy iqtisodiyotga ta'siri”** deb nomlangan ikkinchi bobida mamlakatlar iqtisodiyotida islom kapital bozori ahamiyatining va fond bozorlarida islom fond indekslarining tahlili hamda islom fond indekslarining tashqi shok omillarga bardoshlilik darajasi an'anaviy fond indekslari bilan qiyosiy ekonometrik tahlil qilingan. O'tkazilgan tadqiqotlar natijasida ijobiy natijalar olingan.

Pandemiya va boshqa global muammolarga qaramay Malayziya 2021-yilda yirik islom kapital bozori markazi va sukuk emissiyalari bo'yicha yetakchi bo'lib qoldi. Malayziya Qimmatli qog'ozlar komissiyasining 2021-yilgi yillik hisobotiga ko'ra, islom kapital bozori hajmi 2020-yil oxiridagi 538 mlrd. AQSH dollaridan 2021-yil oxirida 550 mlrd. AQSH dollariga ko'tarildi. Islom kapital bozori Malayziya kapital bozorining asosiy komponenti va uning 65,4% hissasiga to'g'ri keladi. Bu 286 mlrd. dollarlik shariatga muvofiq qimmatli qog'ozlarning umumiy bozor kapitallashuvini va 262 mlrd. AQSH dollari miqdoridagi jami sukukni o'z ichiga oladi.



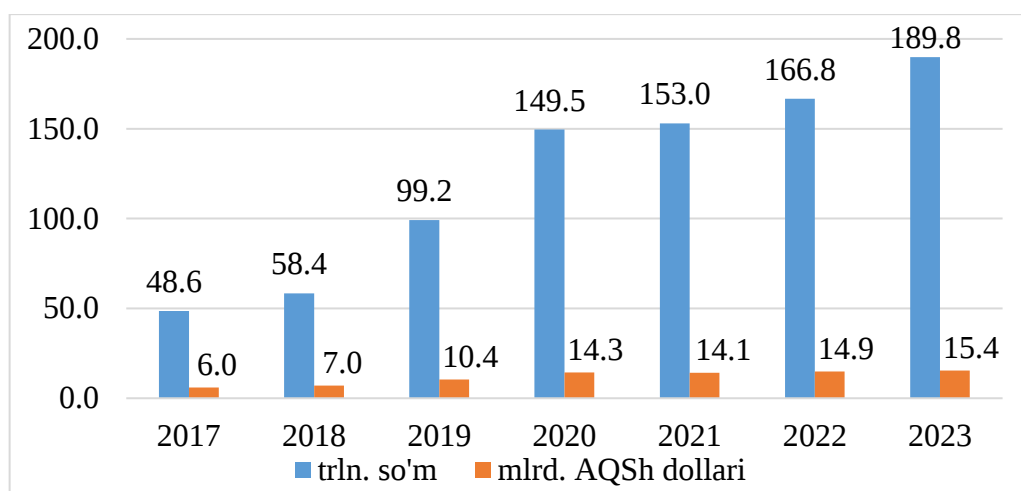
2-rasm Malayziya kapital bozori tarkibi¹².

¹² Security Commission of Malaysia. Annual Report 2022. p172.

Islom kapital bozori Malayziya kapital bozorining ajralmas qismi bo'lib uning deyarli 64,4 foizini tashkil qiladi (2-rasm). Malayziya islom kapital bozorining hajmi 2022-yilda 2,3 trln. Malayziya ringgitini tashkil qilgan. Shundan 1,1 trln.dan Malayziya ringgitidan ortig'i shariatga muvofiq aksiyalar bo'lsa, 1,2 trln. Malayziya ringgitiga yaqini muomaladagi sukuklar hisoblanadi.

Islom kapital bozori 2022-yilda 0,6 foizlik o'sishni qayd etgan. Malayziya fond bozorida shariatga muvofiq aksiyalar juda muhim ahamiyat kasb etadi. 2022-yil dekabr ma'lumotlariga ko'ra listingdan o'tgan 972 ta aksiyalarning 789 tasi (81,2 foiz) shariatga muvofiq aksiyalar hisoblanadi (3-rasm). 2021-yil yakunlariga ko'ra mazkur ko'rsatkich 750 tani (79,0 foiz) tashkil etgan. Hajm nuqtayi nazaridan shariatga muvofiq aksiyalar qiymati 2022-yil yakuniga ko'ra 1,14 mlrd. malayziya ringitini tashkil etib umumiy bozori hajmining 65,6 foizini tashkil etgan.

Turli mamlakatlarda sukuk emissiya qilingan bo'lsa-da, mamlakatimizda bu moliyaviy instrument mavjud emas. Bundan tashqari mamlakatimiz fond bozorining umumiy tavsifi ham uning salohiyatiga mos kelmaydi.



3-rasm. O'zbekiston kapital bozorida muomaladagi aksiyalar qiymati¹³

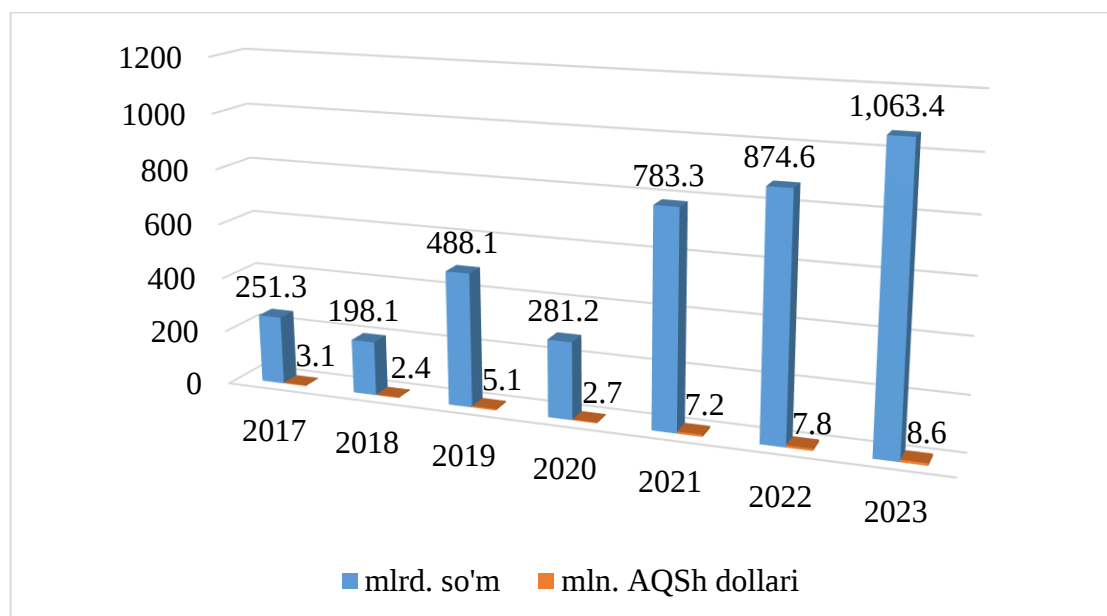
O'zbekiston kapital bozorida qimmatli qog'ozlaridan aksiyalar, obligatsiyalar va ayrim turdagi derivativlar mavjud. So'nggi yillarda aksiyalar emissiyasida o'sishni kuzatish mumkin (3-rasm). 2017-yilda 48,6 trln. so'm qiymatidagi aksiyalar muomalada bo'lgan bo'lsa 2023-yil yakuniga kelib 189,8 trln. so'mdan ortgan. Mazkur davrdagi ko'rsatkichlarni boshqa mamlakatlar bilan solishtirish uchun AQSH dollariga yil yakunidagi kurs bo'yicha hisoblab ko'rilganda qiymat ancha kamligi anglashiladi. 2023-yilgi muomaladagi aksiyalar 15,4 mlrd. AQSH dollarini tashkil etgan. Birgina Toshkent shahriga chiqariluvning 90 foizdan ortig'i to'g'ri keladi.

O'zbekiston obligatsiyalar bozori ham so'nggi yillarda jonlanib qolgan bo'lsa-da, qiyosiy jihatdan mavjud salohiyatga mos kelmaydi. 2017-yilda 251,3 mlrd. so'm (3,1 mln. AQSH dollar) qiymatida obligatsiyalar muomalada bo'lgan (4-rasm). Bu ko'rsatkich 2020-yilda 281,2 mlrd. so'm (2,7 mln. AQSH dollari) va 2023-yilda 1063,4 mlrd. so'm (8,6 mln. AQSH dollari)ni tashkil etgan.

Islom kapital bozori mamlakat iqtisodiyoti rivojiga ijobiy ta'siri, inqirozlarga bardoshlilik va samaradorligi yuqoriligi borasida ko'plab tadqiqotlar amalga oshirilgan.

¹³ O'zbekiston Respublikasi Markaziy depozitariysi ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan.

Kapital bozori instrumentlari ko'rsatkichlari nihoyatda sezgir va tez o'zgaruvchan bo'lib, bu borada islom kapital bozorining holatini o'rganish zarurati yuzaga keldi. Shunga ko'ra islom kapital bozori va an'anaviy kapital bozorining tashqi shok omillarga bardoshlilik darajasini aniqlash orqali jahon ilmiy hamjamiyatida avval olib borilgan tadqiqotlarni boyitishga harakat qildik. Bizning gipotezamizga ko'ra islom kapital bozori aktivlarga asoslanishi, ribo, g'arar, maysir unsurlaridan holi bo'lishi va axloqiy normalarga tayangan iqtisodiy faoliyatdan tarkib topishi singari omillar hisobiga an'anaviy kapital bozoriga nisbatan inqirozlarga va tashqi shok omillariga bardoshli hisoblanadi. Ikkala tizimni ham bozor holatini namoyish etish uchun eng maqbul o'zgaruvchi fond indekslari hisoblanadi.



4-rasm. O'zbekiston kapital bozorida muomaladagi obligatsiyalar qiymati¹⁴

Tadqiqot uchun tanlangan fond bozori indekslari o'rganilayotgan davrda ayrim keskin tebranishlar bilan birga umumiy o'sish tendensiyasini namoyish etgan. 2015-yil iyundan 2016-yil iyungacha fond bozorlarda tushish kuzatilgan. Bunga 2015-yil iyun-avgust oylarida Xitoy SSE kompozit indeksining 43 foizga tushishi va yuan devalvatsiyasi bosh omil bo'lgan. Xitoy YaIM o'sish sur'atining to'xtashi, neft narxining pasayishi, Gretsiya defoltidan keyin investorlar o'z aksiyalarini sota boshlashgan. Brexit referendumini ham aynan shu davrlarga to'g'ri keladi. 2020-yil COVID-19 ning ta'siri birinchi yarim yillikda fond bozori indekslarning qulashida namoyon bo'lgan. 2022-yil davomida AQSH dollarining yuqori darajadagi inflatsiyasi jahon kapital bozorida o'z aksini ko'rsatmay qo'ymadi. Mazkur pasayish tanlangan davrdagi uchinchi shok omil deya tavsiflash bo'ladi.

Tanlangan fond indekslarini tahlil qilish uchun Hills baholash va OLS log-log regression metodlarini tanlab oldik. Hill metodining bahosi quyidagicha bo'ladi:

$$\hat{\xi}_{Hills} = \frac{n}{\sum_{t=1}^n (\ln|r|_{(t)} - \ln|r|_{(n)})} \quad (1)$$

Bu yerda

$\hat{\xi}_{Hills}$ – Hills baholash metodi bo'yicha qoldiq qiymat ko'rsatkichi

¹⁴ O'zbekiston Respublikasi Markaziy depozitariysi ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan.

n – tanlanmadan ajratib olingan qismdagi kuzatuvlar soni

ξ ning 95 foizlik ishonch interval bahosi Hill metodi bo'yicha quyidagicha aniqlanadi:

$$\left(\hat{\xi}_{Hill} - \frac{1,96}{\sqrt{n}} \hat{\xi}_{Hill}, \hat{\xi}_{Hill} + \frac{1,96}{\sqrt{n}} \hat{\xi}_{Hill} \right) \quad (2)$$

OLS log-log rank-size regressiya usuli quyidagicha bo'ladi:

$$\ln \left(t - \frac{1}{2} \right) = a - b \ln |r|_{(t)} \quad (3)$$

ξ ning 95 foizlik ishonch interval bahosi OLS log-log rank-size regressiya metodi bo'yicha quyidagicha aniqlanadi:

$$\left(\hat{\xi}_{RS} - 1,96 \cdot \sqrt{\frac{2}{n}} \hat{\xi}_{RS}, \hat{\xi}_{RS} + 1,96 \cdot \sqrt{\frac{2}{n}} \hat{\xi}_{RS} \right) \quad (4)$$

Biz tadqiqotlarimizda xulosalarni shakllantirishda OLS log-log rank-size regressiya modeliga ustunlik berdik. Tanlangan metodlar haqida Marat Ibragimov va boshqalar tomonidan 2013-yilda chop etilgan “Emerging markes and heavy tails” ilmiy ishida batafsil tanishish mumkin¹⁵.

Ma'lumotlarning statistik ahamiyatini tekshirish maqsadida barcha fond indekslarining tanlanmasidan ajratib olingan turli qismlarida qoldiq qiymat bahosi hisoblan-di. Qayta tartiblangan tanlanmaning eng yuqori 2,5 foizdan 15 foizgacha qismi ajratib olindi. Ajratib olingan qismlarning 95 foiz ishonch intervalida yuqori va quyi chegaralari bilan birgalikda qoldiq qiymat bahosi aniqlandi Natijalardan ko'rinadiki, barcha fond indekslarida ajratib olingan qismlarining 95 foiz ishonch intervallarida qoldiq qiymat bahosining yuqori va quyi chegaralari orasidagi intervallar o'zidan avvalgi va keyingi qism intervallari bilan tutashlikka ega. Hech bir fond indekslarida qismlarining mazkur intervallari umumiylikka ega bo'lmasdan keskin siljish holati kuzatilmaydi. Bu esa tanlanmaning statistik ahamiyatli ekanligini anglatadi.

1-2-jadvallarda keltirilgan natijalar bo'yicha fond indekslar o'zaro qiyosan taqqoslanadigan bo'lsa islomiy fond indekslarining ko'rsatkichlari an'anaviysiga qaraganda yuqoriroq ekanligini kuzatish mumkin. DJIA_{Hill10%} va SP500_{Hill10%}da muqobili bo'lgan islom fond indekslaridan biroz yuqoriroq qayd etilgan. Bu qiyoslashlarning 16 tadan 2 tasini tashkil etadi. Ammo mazkur farq darajasi juda past bo'lib asosiy gipotezani tasdiqlanishi uchun jiddiy ta'sir etmaydi.

Bundan tashqari ahamiyati yuqoriroq hisoblanuvchi RS usulidan islom fond indeksleri natijalari to'laqonli yuqoriroq bo'lganligi sababli xulosa qilish uchun yetarli bo'ladi. Baholash modellariga ko'ra qoldiq qiymat qanchalik yuqori bo'lsa, tashqi shok omillarga shunchalik bardoshlilik ifodalanadi.

Fond indekslarda musbat va manfiy o'zgarishlar uchun qoldiq qiymat baholari bo'yicha alohida taqqoslashda ham xulosa mustahkamlandi. Bunda 32 tadan 26 ta qiyoslash holatida islom fond indeksleri ustunlikni kasb etgan.

Hills baholash modeli va OLS log-log regression medeli asosida tanlangan davrdagi qoldiq qiymatlar baholanishining natijalarga ko'ra islom fond indekslarining an'anaviy fond indekslariga nisbatan tashqi shok omillarga bardoshliroq ekanligi aniqlandi.

¹⁵ Ibragimov, M., Ibragimov, R., & Kattuman, P. (2013). Emerging markets and heavy tails. Journal of Banking & Finance, 37(7), 2546-2559.

1-jadval

An'anaviy fond indekslarining qoldiq qiymat baholari¹⁶

	Truncation	Tail RS	$S. e._{RS} = \sqrt{2/n} \hat{\xi}_{RS}$	95% CI_{RS}	Tail Hill	$S. e._{Hill} = \sqrt{1/n} \hat{\xi}_{Hill}$	95% CI_{Hill}
DJIA	10%	2.5886	0.2306	(2.1366, 3.0406)	2.5648	0.1616	(2.2475, 2.8821)
	5%	2.5592	0.3224	(1.9273, 3.1912)	2.7299	0.2432	(2.2514, 3.2085)
FTSE	10%	2.7641	0.2472	(2.2796, 3.2487)	2.5014	0.1582	(2.1907, 2.812)
	5%	2.8372	0.3589	(2.1338, 3.5405)	2.9422	0.2632	(2.4243, 3.46)
SP500	10%	2.7201	0.2423	(2.2451, 3.195)	2.533	0.1596	(2.2197, 2.8464)
	5%	2.8403	0.3578	(2.1389, 3.5417)	2.7454	0.2446	(2.2641, 3.2267)
JCI	10%	3.0689	0.2761	(2.5276, 3.6101)	2.7345	0.174	(2.3928, 3.0762)
	5%	3.3649	0.4291	(2.5239, 4.2059)	2.9435	0.2654	(2.4212, 3.4658)

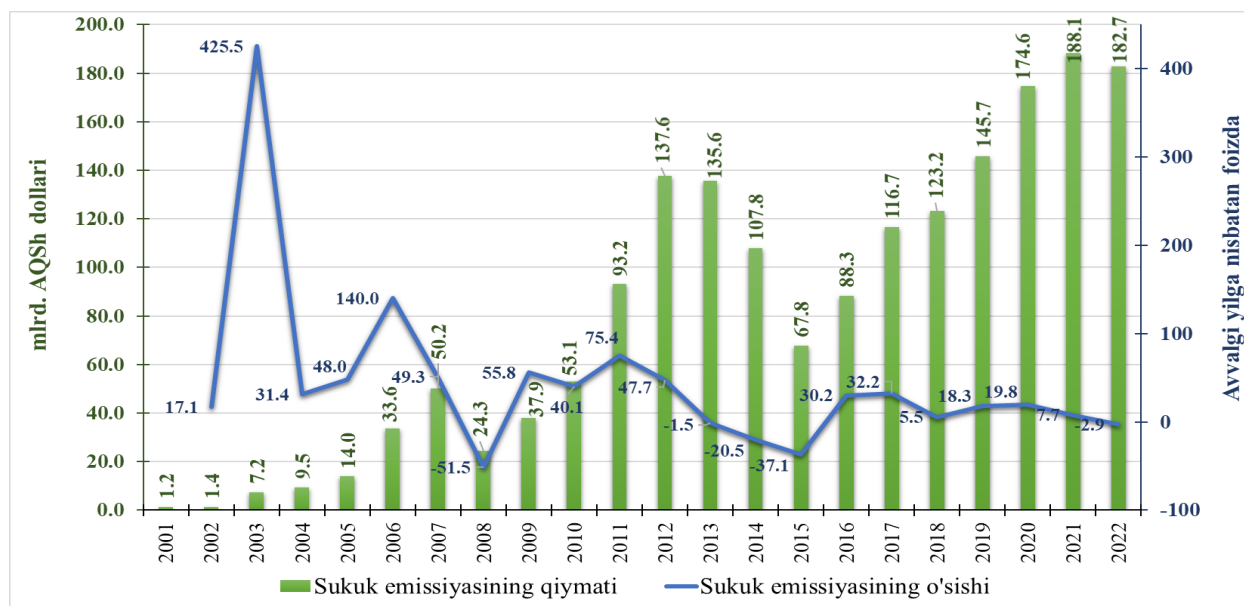
2-jadval

Islom fond indekslarining qoldiq qiymat baholari¹⁷

	Truncation	Tail RS	$S. e._{RS} = \sqrt{2/n} \hat{\xi}_{RS}$	95% CI_{RS}	Tail Hill	$S. e._{Hill} = \sqrt{1/n} \hat{\xi}_{Hill}$	95% CI_{Hill}
DJIslm	10%	2.8024	0.2237	(2.3641, 3.2408)	2.4877	0.1404	(2.2121, 2.7633)
	5%	3.0216	0.341	(2.3532, 3.69)	2.9568	0.236	(2.4928, 3.4207)
FTSEIslm	10%	2.8786	0.2575	(2.3739, 3.3832)	2.5862	0.1636	(2.265, 2.9074)
	5%	3.0255	0.3827	(2.2754, 3.7756)	3.1708	0.2836	(2.6127, 3.7288)
SP500Islm	10%	2.7954	0.249	(2.3073, 3.2835)	2.5121	0.1582	(2.2013, 2.8229)
	5%	2.9554	0.3723	(2.2256, 3.6852)	2.9533	0.2631	(2.4356, 3.471)
JII	10%	3.2004	0.288	(2.6359, 3.7648)	2.8359	0.1804	(2.4815, 3.1903)
	5%	3.4818	0.444	(2.6116, 4.352)	2.9826	0.2689	(2.4534, 3.5118)

¹⁶ Hisob-kitoblar asosida muallif tomonidan tayyorlangan¹⁷ Hisob-kitoblar asosida muallif tomonidan tayyorlangan

Dissertatsiyaning “**Islom kapital bozori instrumenti sifatida sukukning rivojlanish tendensiyalari tahlili**” deb nomlangan uchinchi bobida fond bozorida sukuk rivojlanishi holatining umumiy tahlili va tarkibiy tuzilishi turlar, valyutalar, davrlar, emitentlar, mintaqalar, mamlakatlar kesimi bo‘yicha tahlili amalga oshirilgan.



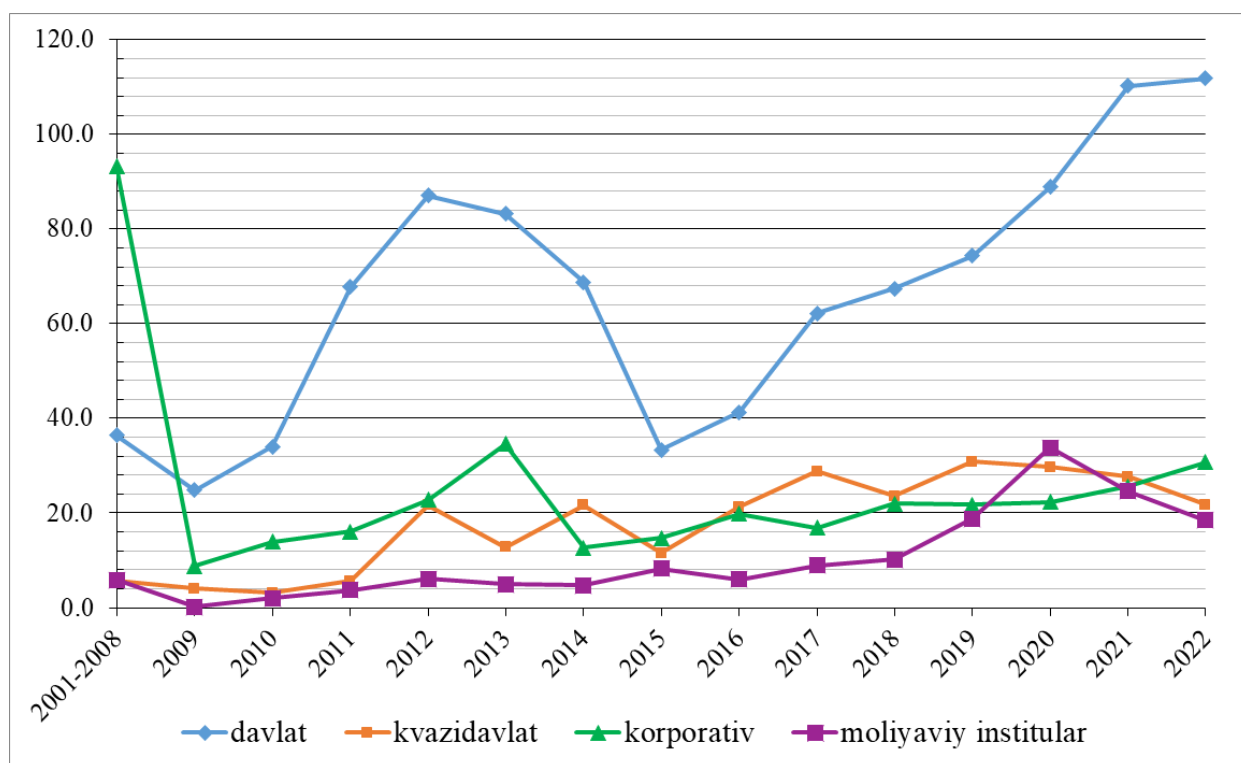
4-rasm. Sukuk emissiyasi hajmi dinamikasi¹⁸

Sukuklar XXI asrga kelibgina jadal rivojlana boshladi va so‘nggi 20 yilda muayyan o‘shish kuzatilmoqda. 2001-yilda yillik 1,2 mlrd. AQSH dollari miqdorida sukuk chiqarilgan bo‘lsa, 2022-yil yakuniga ko‘ra, yil davomida chiqarilgan jami sukuklar hajmi 182,7 mlrd. AQSH dollariga yetgan (4-rasm). Ta’kidlash lozim, 2021-yil eng ko‘p sukuk chiqarilgan yil bo‘lgan va 188,1 mlrd. AQSH dollarini tashkil etgan. Umuman olganda, 2022-yil yakuniga qadar jahonda qariyb 1,8 trln. AQSH dollarlik sukuk emissiya qilingan. Ushbu ma’lumotlar o‘tgan yigirma yil davomida har yili sukuk chiqarish orqali yirik investitsiyalar jalb etilganligidan dalolat beradi.

Sukuk emissiyasini emitentning tashkiliy-huquqiy shakliga ko‘ra ajratib o‘rganilsa, davlat tomonidan chiqarilganlari asosiy qismni tashkil etishi kuzatiladi. Davlat sukuklari 2001-2022-yillardagi jami emissiyaning 55,3%ni tashkil etgan (5-rasm). Davr boshida korporativ sukuklar ustuvorlikka ega bo‘lib, 2008-yildan ularning ulushi kamayib, davlat sukuklaridan keyingi o‘ringa tushgan.

2022-yildagi emissiyaning 61,2%i davlat, 16,8%i korporativ, 11,9%i kvazi-davlat va 10,1%i moliya muassasalari sukuklaridan iborat bo‘lib, davlat hamda kvazi-davlat sukuklarining birgalikdagi ulushi 78,0%ni tashkil etgan. Bu holat sukuklar orqali davlat-xususiy sherikchiligidagi va infratuzilmani rivojlantirish bo‘yicha loyihalariga investitsiyalar samarali jalb etilayotganligini ko‘rsatadi. 2001-2022-yillar oralig‘ida 1,3 trln. AQSH dollari qiymatidan ortiq investitsiyalar shunday loyihalarga yo‘naltirilgan. Ijtimoiy loyihalarni moliyalashtirish uchun chiqarilgan qimmatli qog‘ozlar muvaffaqiyatli joylashtirilayotganligining noiqtisodiy omilini ham unutmash lozim.

¹⁸ IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2023, 12th edition. p29.



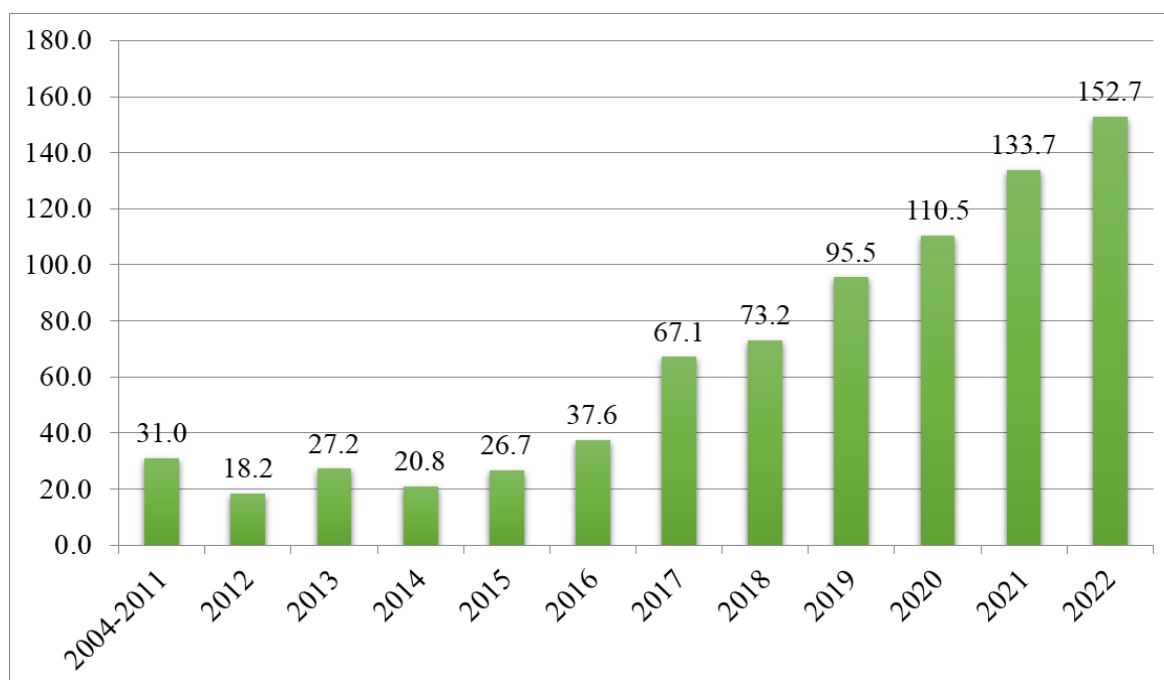
5-rasm. Emitentlarning tashkiliy-huquqiy shakliga ko‘ra sukuk emissiyasi hajmi dinamikasi (mlrd. AQSH dollari)¹⁹

2015-yildan boshlab uzoq muddatli sukuk chiqariluvini ortishi sababidan muomaladagi sukuklar hajmi oshib bormoqda. So‘ngi yillarda xalqaro bozorda Malayziya, Indoneziya va Saudiya Arabistonida muddati 15 yildan 30 yilgacha bo‘lgan uzoq muddatli sukuklar emissiya qilmoqda. Mahalliy bozorda esa Malayziya 15 yildan 50 yilgacha bo‘lgan sukuklar chiqarilmoqda. Hatto Malayziya ichki bozori uchun 98 va 100 yillik sukuklar ham chiqarilgan.

6-rasmda keltirilgan diagrammaga yillar davomida chiqarilgan sukuklarning 2022-yil yakuniga muomaladagilari holati keltirilgan. 2013-2014-yillardagi kamayish 2007-yilda boshlangan jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozining ta‘hiri hisoblanadi. 2008-2009-yillarda sukuklar avvalgi yillarga nisbatan kamroq sukuk chiqarilgan. Shuningdek 2009-2014-yillarda chiqarilgan sukuklarning o‘rtacha yarmidan ortig‘ini qisqa (muddati 1 yilgacha bo‘lgan) sukuklar tashkil etishi kabi omillar 2014-yilga kelib muomaladagi sukuklarning kamayishiga ta‘sir etgan. 2015-yildan bozor konyukturasidagi uzoq muddatli sukuklar chiqariluvini bilan bog‘liq o‘zgarish muomaladagi sukuklarning ortishini shakllantirdi. 2022-yil yakunlariga ko‘ra, 794,1 mlrd. AQSH dollari qiymatidagi sukuklar muomalada bo‘lib qolmoqda.

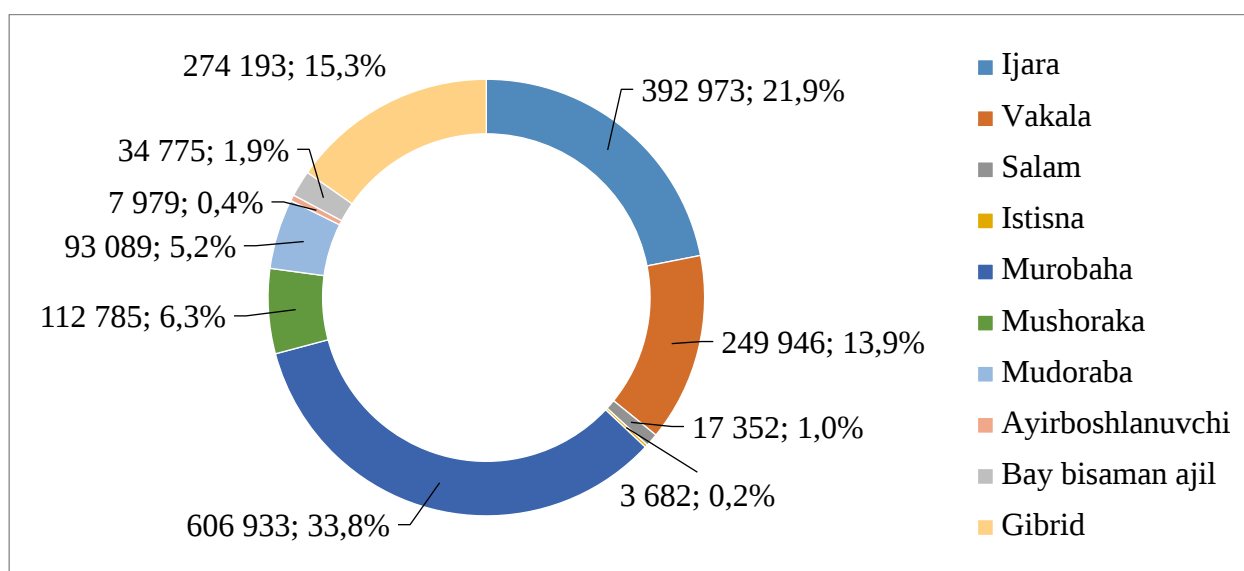
O‘rganilayotgan davrning so‘nggi yilida muomaladagi sukuklarning aksar qismi ya‘ni 70 foizdan ortig‘i davlat ta‘hiri ostidagi loyihalarga to‘g‘ri kelmoqda. Bu davlat loyihalariga ehtiyojning kattaligini va davlat siyosati sukuk bozorining qo‘llab-quvvatlayotganini ko‘rsatadi. Muomaladagi sukukning 29 foizi to‘liq nodavlat sektor hissasi hisoblanadi. Bu korporativ emissiyalarga investor talabi nisbatan kuchsiz ekanligini anglatadi.

¹⁹ IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2023, 12th edition. pp 48-51.



6-rasm. Muomaladagi sukuk hajmi (mlrd. AQSH dollari)²⁰

Jahonda risk darajasi pastroq va daromadlarni avvaldan yuqori aniqlik bilan baholash mumkin bo'lgan sukuk turlari ommalashgan bo'lib eng katta ustunlik murobaha sukukiga tegishli (7-rasm). 2001-yildan boshlab 2022-yil yakuniga qadar 606,9 mlrd. AQSH dollaridan ortiq qiymatda murobaha sukuklari chiqarilgan bo'lib shu kungacha emissiya qilingan jahondagi jami sukuklarning deyarli 33,8 foizini tashkil etadi. Emissiya hajmi yirikligi bo'yicha keyingi sukuk turi ijara sukuki deyarli 393,0 mlrd. AQSH dollari qiymatida emissiya amalga oshirilgan. Bu ko'rsatkich jahon sukuk emissiyasining 21,9 fozini shakllantirgan.



7-rasm. 2001-2022-yillarda turlariga ko'ra sukuk emissiyasi (mln. AQSH dollari)²¹

²⁰ IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2023, 12th edition. p101.

²¹ IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2023 ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan.

Jahonda eng ko‘p emissiya qilinuvchi murobaha sukuki aksar hollarda mahalliy bozor uchun chiqarilib kelinmoqda (3-jadval). Mahalliy bozor uchun chiqarilgan murobaha sukuklari hajmi umumiy murobaha sukuklarining 98 foizini tashkil etmoqda. Bu turdagi sukuklarni emissiya qilishda davlat dominant ishtirokchi sifatida namoyon bo‘lmoqda. Davlat tomonidan chiqarilgan mahalliy murobaha sukuklar jami mahalliy murobaha sukukning deyarli 72 foizini, jami murobaha sukukning 70 foizini, jami sukuklarning deyarli chorak qismini tashkil etmoqda. Bu esa davlat loyihalari uchun ichki bozordan murobaha tamoyili asosida mablag‘lar jalb qilish qulay va samarali ekanidan dalolat qiladi.

3-jadval

2001-2022-yillarda emitentlarning tashkiliy huquqiy shakliga ko‘ra murobaha sukuk emissiyasi (mln. AQSH dollari)²²

Emitent tashkiliy-huquqiy shakli	Xalqaro	Mahalliy	Jami
Davlat	397	427 212	427 609
Kvazidavlat	927	65 757	65 684
Korporativ	6 708	83 717	90 425
Moliyaviy institutlar	3 508	19 706	23 215
Jami	11 541	595 392	606 933

Emissiya hajmi bo‘yicha murobaha sukuklaridan keyin turuvchi ijara sukuki tarkibi ham yuqorida ko‘rilgani kabi murobaha sukuki tarkibiy tuzilishiga o‘xshash jihatlarni uchratish mumkin (4-jadval). Ijara sukuklari ham ko‘p hollarda mahalliy bozor uchun chiqariladi ya’ni mazkur ko‘rsatkich jami ijara sukuki emissiyasining 75 foizini tashkil qiladi. Ijara sukukidan davlat loyihalari moliyalashtirishda ham keng foydalaniladi. 2001-2022-yillar oralig‘ida davlat tashkilotlari tomonidan mahalliy bozor uchun 226 mlrd. AQSH dollari qiymatidagi sukuklar emissiya qilingan. Bu qiymat jami mahalliy ijara sukukining deyarli 76,8 foizini, jami ijara sukukining 57,5 foizdan ortig‘ini va jami sukukning 12,6 foizdan ortig‘ini tashkil etadi.

4-jadval

2001-2022-yillarda emitentlarning tashkiliy huquqiy shakliga ko‘ra ijara sukuk emissiyasi (mln. AQSH dollari)²³

Emitent tashkiliy-huquqiy shakli	Xalqaro	Mahalliy	Jami
Davlat	61 205	226 064	287 269
Kvazidavlat	10 200	7 160	17 360
Korporativ	23 610	39 911	63 521
Moliyaviy institutlar	3 597	21 226	24 823
Jami	98 612	294 361	392 973

Davlat tashkilotlari asosan muroba va ijara sukuk emissiya qilishadi. Davlat tomonidan chiqarilgan sukuklarning 43,1 foizi murobaha tamoyilida chiqarilgan bo‘lib umumiy qiymati 427,6 mlrd. AQSH dollarini tashkil etadi. Ijara sukuklari esa mos ravishda 29,0 foiz va 287,3 mlrd. AQSH dollari qiymatiga teng.

²² IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2022 ma’lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan.

²³ IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2022 ma’lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan.

Dissertatsiyaning **“O‘zbekistonda islom kapital bozori ekotizimini shakllantirishning ustuvor yo‘nalishlari”** deb nomlangan to‘rtinchi bobida O‘zbekistonda islom kapital bozorini shakllantirishda xorijiy tajribaga asoslangan uslubiy yondashuvlar tadqiq qilingan, O‘zbekistonda islom kapital bozori institut va instrumentlarini joriy qilishning metodologik muammolari o‘rganilgan va O‘zbekistonda islom kapital bozorini bosqichma-bosqich shakllantirish metodologiyasi yoritilgan.

Islom kapital bozorini alohida tizim va bozor sifatida rivojlantirishni Malayziya boshlaganligi hamda mazkur mamlakatda katta tajriba to‘planganligi sababidan islom kapital bozorini shakllantirishda Malayziya tajribasini chuqurroq o‘rganish maqsadga muvofiq. Alohida qayd etish kerakki, Malayziya tajribasini o‘rganayotganda islom kapital bozorini shakllantirish bosqichlari, tartibga solinish faoliyati va huquqiy asoslariga alohida e‘tibor berish, shariatga muvofiq moliyaviy instrumentlar ishlash mexanizmlari va metodologiyasini xalqaro standartlardan o‘rganish muhim ahamiyat kasb etadi.

Malayziya qimmatli qog‘ozlar bo‘yicha komissiyasi kapital bozori, xususan, islom kapital bozorini rivojlantirishga mas‘ul organ hisoblanadi²⁴. Komissiya faoliyatini uning raisi boshqaradi va Kuzatuv kengashi orqali tayinlanadi. Kuzatuv kengashi tarkibi 9 kishidan iborat etib belgilangan. Kengash a‘zolari tarkibi Malayziya Moliya vazirligi tomonidan tayinlanadi. Komissiya tarkibida islomiy qimmatli qog‘ozlar metodologiyasi va bozorini rivojlantirish uchun alohida shariat departamenti hamda islom kapital bozorini rivojlantirish bo‘limi faoliyat yuritadi. Shuningdek, islomiy qimmatli qog‘ozlar bo‘yicha yuzaga keluvchi savollarga shariatga muvofiq javob berish va muammoli vaziyatlarni hal etish maqsadida Komissiya tarkibida mustaqil Shariat maslahat kengashi tuzilgan. Kengash chiqarilayotgan islomiy qimmatli qog‘ozlarning islom moliyasi tamoyillariga muvofiqligi yuzasidan tekshiruvlar o‘tkazadi, Komissiya islom kapital bozori faoliyatiga oid takliflarini beradi, ma‘lum vaqt oralig‘ida islom moliyasi tamoyillariga mos keluvchi qimmatli qog‘ozlar ro‘yxatini e‘lon qilib boradi. Shariat maslahat kengashi o‘z faoliyatini 1996-yildan boshlagan va islom kapital bozoridagi masalalar yuzasidan mamlakatdagi oliy qo‘mita hisoblanadi.

Mamlakatimiz iqtisodiyotini rivojlantirishga qaratilgan islohotlar davom ettirilayotgan davrda ularni amalga oshirish uchun moliyaviy resurslarni samarali jalb etish muhim rol o‘ynaydi. Moliyaviy resurs jalb etishning qulay yo‘llaridan biri qimmatli qog‘ozlarini chiqarish hisoblanadi. O‘zbekiston sharoitida qimmatli qog‘ozlar orqali kapital jalb qilish samaradorligi nisbatan past baholanayotgan tizim hisoblanadi. Shuni inobatga olgan holda o‘tgan davr mobaynida Kapital bozorini rivojlantirishga oid bir qancha muhim qarorlar qabul qilingan.

PF-6207-son Farmoni bilan tasdiqlangan 2021-2023-yillarda kapital bozorini rivojlantirish dasturini amalga oshirish bo‘yicha “Yo‘l xaritasi”ning 6-bandiga asosan islom moliyalashtirish tamoyillari asosida “Sukuk” obligatsiyalarini joriy etish belgilangan. Ushbu vazifani bajarish yuzasidan Moliya vazirligi, Islom taraqqiyot banki va Birlashgan Millatlar Tashkiloti Taraqqiyot dasturi bilan “Yashil sukuk” obligatsiyalarini O‘zbekistonda joriy qilish bo‘yicha texnik ko‘mak bitimi

²⁴ <https://www.sc.com.my/about/about-the-sc>

doirasida, hozirgi kunda xalqaro hamda mahalliy konsultantlar (“White&Case” va “Azizovs&Partners”) bilan birgalikda amaldagi ayrim qonunchilikka o‘zgartirish va qo‘shimchalar kiritish bo‘yicha ishlar olib borilmoqda.

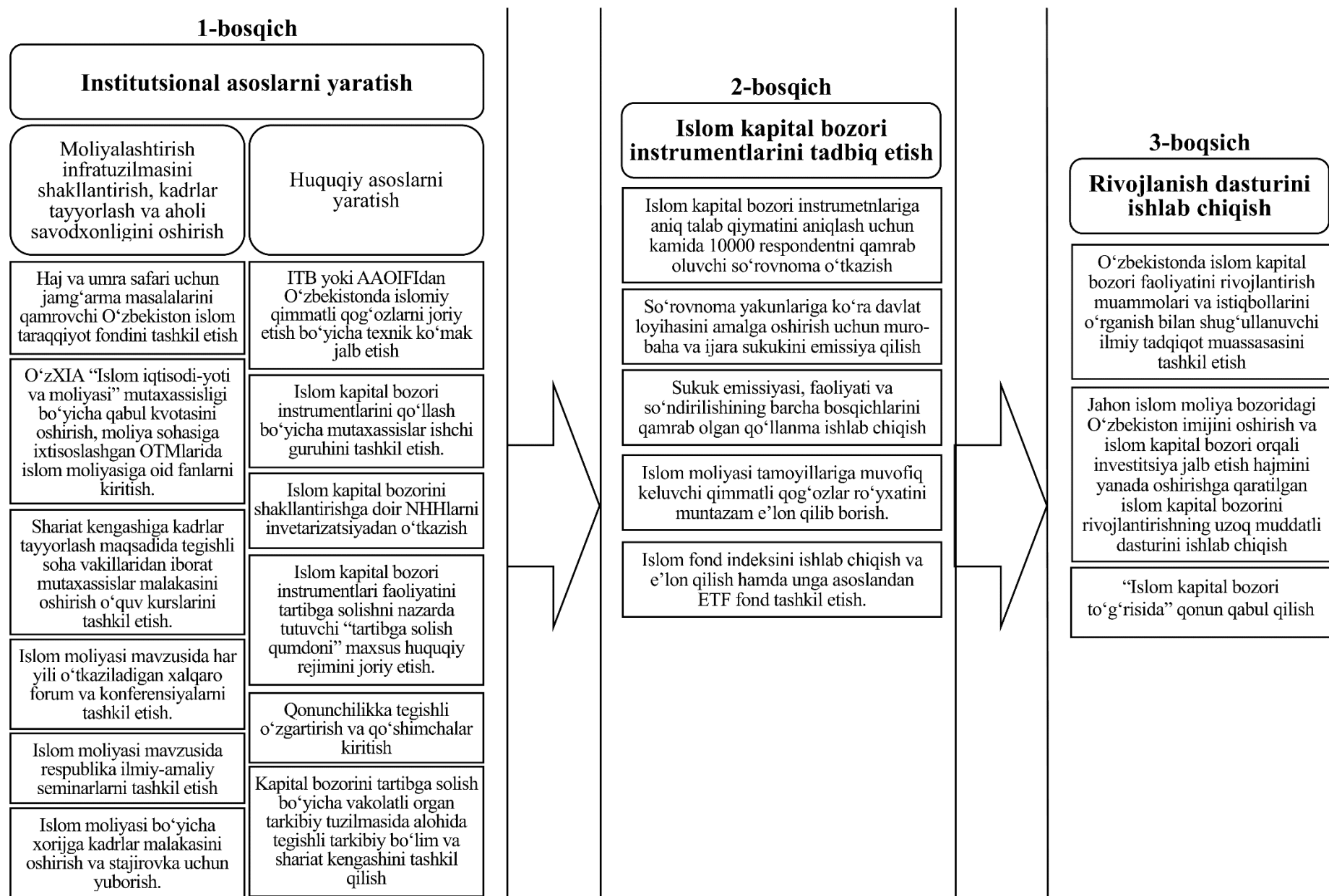
2021-yil 13-aprelda yuqoridagi farmonga muvofiq O‘zbekiston Respublikasining “Kapital bozorini tartibga solish tizimini yanada takomillashtirish chora tadbirlari to‘g‘risida”gi PQ-5073-son qarori qabul qilindi. Qarordagi eng muhim jihat Kapital bozorini rivojlantirish agentligining tugatilishi bo‘ldi. Tugatilgan agentlik o‘rnida Moliya vazirligi tuzilmasida Kapital bozorini rivojlantirish departamenti tashkil etildi. 2023-yil 27-fevralda O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining “2022-2026-yillarga mo‘ljallangan yangi O‘zbekistonning taraqqiyot strategiyasini “Insonga e’tibor va sifatli ta’lim yili”da amalga oshirishga oid davlat dasturi to‘g‘risida”gi PF-27-son Farmoni bilan dasturda 7 yo‘nalish bo‘yicha 100 ta maqsad tasdiqlangan. Iqtisodiyotda moliyaviy resurslarni ko‘paytirish maqsadida, kelgusi 5 yilda fond bozori aylanmasini 200 million AQSH dollaridan 7 milliard AQSH dollariga yetkazish 27-maqsad sifatida belgilangan. ushbu maqsadga erishish uchun asosan davlat mulkini kapital bozori orqali xususiylashtirishga urg‘u berilgan. Tadqiqot obyekti hisoblangan islom kapital bozorining instrumentlarini O‘zbekiston kapital bozoriga joriy etish yuzasidan beriladigan takliflar aynan shu bandlarga to‘liq mos kelishi bilan ahamiyatlidir.

Islom kapital bozorini shakllantirishning eng asosiy sabablaridan biri an’anaviy qimmatli qog‘ozlardan islom moliyasi tamoyillariga mos kelmasligi uchun foydalanmayotgan investorlarning mablag‘larini samarali yo‘naltirish hisoblanadi. Bank mahsulotlarining muqobili hisoblangan mazkur instrumentlar jahon tajribasida o‘zini oqlab, muntazam rivojlanib bormoqda. Bu O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 27-fevraldagi “2022-2026-yillarga mo‘ljallangan yangi O‘zbekistonning taraqqiyot strategiyasini “Insonga e’tibor va sifatli ta’lim yili”da amalga oshirishga oid davlat dasturi to‘g‘risida”gi PF-27-son Farmoni ilovasining 27-maqsadiga to‘liq mos keladi.

Islom kapital bozori ekotizimini joriy etib O‘zbekistonda dualistik kapital bozorini joriy etish maqsadga muvofiq deb hisoblaymiz. Har qanday yangi tizim samarali ishlashi uchun uning mustahkam huquqiy asosi bo‘lishi lozim.

O‘zbekistonda kapital bozori faoliyatini tartibga solishga doir normativ-huquqiy hujjatlar qabul qilingan. “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi va “Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to‘g‘risida”gi O‘zbekiston Respublikasi qonunlari hamda Qimmatli qog‘ozlar emissiyasi va emissiyaviy qimmatli qog‘ozlar chiqarilishlarini davlat ro‘yxatidan o‘tkazish qoidalarini singari qonunosti normativ hujjatlari shular jumlasidandir. Ammo mazkur qonunchilikka ko‘ra islom kapital bozori instrumentlarini ishlashi uchun yetarli asoslar mavjud emas.

O‘zbekiston qonunchiligini o‘rganish natijasiga ko‘ra, garchi huquqiy nuqtayi nazardan ma’lum talablar asosida sukuklarni chiqarish mumkin bo‘lsa-da, ammo amalda deyarli ilojisiz bo‘lib qolmoqda. Bu esa, qonunchilikka O‘zbekiston iqtisodiyotiga sukukni joriy etishning huquqiy jihatlarini yengillashtirish va sukuk tushunchasini kiritishga yo‘naltirilgan quyidagi o‘zgartirish va qo‘shimchalarni kiritishni talab etadi:



8-rasm. O'zbekistonda islom kapital bozori ekotizimini shakllantirish metodologiyasining bosqichlari²⁵

²⁵ Muallif ishlanmasi

Birinchidan, emitent sifatida SPV (alohida jamiyat tashkil etilganda) va emissiyaning tashabbuskori sifatida asosiy jamiyat ishtirok etishini inobatga olgan holda hozirda mavjud korporativ obligatsiya emitenti uchun qo'yilgan bir yillik rentabellik va boshqa talablarni sukuk emissiyasining tashabbuskoriga qo'llash mexanizmini kiritish.

Ikkinchidan, investorlar huquqlari kafolati sifatida tashabbuskor sukuk egalari oldidagi emitent majburiyatlarining to'liq bajarilishiga kafil bo'lish.

Uchinchidan, sukuklarni obligatsiyaning turi sifatida qonunchilikka kiritish va sukuk turlarini aks ettirish.

To'rtinchidan, Shariat kengashi tushunchasini kiritish va uning huquqiy maqomini belgilash. Sukuk emitentiga shariat kengashi tuzish majburiyatini yuklash.

Ushbu taklif etilgan o'zgartirish va qo'shimchalar kiritiladigan bo'lsa, emitent uchun ham, investor uchun ham mudoraba sukuki eng qulay moliyaviy instrument bo'ladi.

O'zbekiston aholisining turli ma'lumotlarga ko'ra o'rtacha 90 foizi musulmonlar ekanligi islom tamoyillariga kapital bozori uchun talab mavjudligini anglatadi. Biroq mazkur faoliyat bo'yicha aholi savodxonligi yetarli darajada emasligi va soha mutaxassislarining yetarli emasligi islomiy qimmatli qog'ozlar sektori rivoji uchun birlamchi to'siq bo'ladi. Ushbu muammolar O'zbekistonda islom kapital bozori ekotizimini shakllantirishni bir necha bosqichlarda amalga oshirishni talab etadi (8-rasm).

Islom kapital bozori ekotizimini shakllanishi, rivojlanish tendensiyasi va bugungi kundagi faoliyati bo'yicha Malayziya va boshqa xorijiy mamlakatlar tajribasi hamda mamlakatimiz sharoitini o'rgangan holda, islom kapital bozori ekotizimini O'zbekiston kapital bozorida shakllantirishni uch bosqichda amalga oshirishni va bu bosqichlar O'zbekiston Respublikasi Prezidenti qarori bilan tasdiqlanishni taklif etamiz.

Dualistik moliyaviy tizimga ega mamlakatlar tajribasidan ma'lumki islom moliyasi turli jamg'arma va homiylik fondlari tashkil etish bilan boshlangan. Mamlakatimizda Vaqf fondi faoliyat yuritadi. Ushbu fond faoliyatini kengaytirish, unga haj va umra safari uchun mablag'larni jamg'arish faoliyat yo'nalishini ham joriy etish hamda yangidan O'zbekiston islom taraqqiyot fondini tashkil etish orqali ijtimoiy yordamga muhtoj aholi qatlamiga moliyaviy resurslarni qayta taqsimlash tizimi yanada rivojlanishi hamda kelgusida islom moliyaviy tizimi uchun resurslarga erishish imkoniyati yaratiladi. Malayziya tajribasida haj va umra safari uchun mablag'larni jamg'arib boruvchi fond yuqori darajada samara berganligi kuzatilgan.

Kadrlar tayyorlash jarayoni uzoq muddatli jarayon hisoblanadi. Shu sababdan islom iqtisodiyot va moliyasi mutaxassisligi uchun OTMdagi kvotani oshirib borish va boshqa moliya sohasiga ixtisoslashgan yo'nalishlarda islom moliyasiga oid fanlarni kiritish muhim hisoblanadi. Kelgusida rivojlanish uchun yuqori salohiyatga ega mahalliy kadrlar bilan ta'minlashda eng zaruriy omil bo'ladi.

Islom taraqqiyot banki yoki Islomiy moliyaviy muassasalar uchun buxgalteriya va audit tashkiloti (AAOIFI) bilan O'zbekistonda islom kapital bozorini shakllantirish bo'yicha maslahatlashuvlar o'tkazish hamda texnik ko'mak jalb etish orqali xorij tajribasidan samarali foydalanish imkoniyatini kengaytirish mumkin.

Kapital bozorida sukuklarning islom moliyasi tamoyillariga mos ravishda emissiya etilishini tekshirish va faoliyatini nazorat qilib borish maqsadida O'zbekistonda kapital bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli organ tarkibida islom kapital bozori faoliyati bilan shug'ullanuvchi alohida tarkibiy bo'lim tashkil qilish va mazkur organ huzurida respublika shariat kengashini tuzish keyingi muhim qadam sifatida xizmat qiladi.

Bundan tashqari, tayyorlangan takliflardan O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "O'zbekiston – 2030" strategiyasi to'g'risida"gi farmonida ham foydalanish mumkin. Bu orqali O'zbekiston kapital bozoriga yangi moliyaviy instrumentlarning joriy qilish jarayoni jadallashadi.

XULOSA

O'tkazilgan ilmiy izlanishlar va tahlillar tadqiqot ishimiz uchun ko'plab xulosalarni shakllantirishga sabab bo'ldi.

Islom kapital bozori axloqiy moliya va shariatga rioya qilish zarurati bilan chuqur ildiz otgan maxsus moliyaviy tizim sifatida ajralib turadi. U foizlarni taqiqlash va spirtli ichimliklar, qimor o'yinlari hamda cho'chqa go'shti bilan bog'liq mahsulotlar kabi sohalarga sarmoya kiritishni taqiqlovchi axloqiy tamoyillarga amal qiladi. Bozorning mohiyati uning investorlariga o'z e'tiqodlariga mos keladigan axloqiy va shariatga muvofiq investitsiya imkoniyatlarini taqdim etishni mujassamlashtiradi.

Islom kapital bozori ekotizimining institutsional tuzilishining asosi tartibga soluvchi organlarning mavjudligi va samaradorligi bilan belgilanadi. Ushbu tashkilotlar islom moliyasi tamoyillarini amalga oshirishda muhim rol o'ynab, bozorning yaxlitligi va barqarorligini ta'minlashga xizmat qiladi. Bu kabi tashkilotlar bozor ishtirokchilari uchun bozor qoidalari, standartlari va litsenziyalash talablarini belgilaydi va amalga oshiradi.

Sukuk va islomiy aksiyalar kabi islom moliyasi tamoyillariga mos keladigan investitsiya imkoniyatlarini taklif qilish orqali islom kapitali bozori turli xil investorlar toifasini jalb qiladi. Ushbu xilma-xillik mamlakatlarga an'anaviy moliyaviy tizimlar va tarmoqlarga bog'liqligini kamaytirishga yordam beradi hamda shu bilan jahon bozorlaridagi beqarorlik davrida iqtisodiy zaiflikni yumshatadi.

Ilmiy tadqiqotlar shuni ko'rsatadiki, islomiy kapital bozori muhim infratuzilma loyihalariga mablag' yo'naltirishda muhim ahamiyat kasb etadi. Sukuk chiqarish orqali mamlakatlar transport, energetika va sog'liqni saqlash kabi sohalarda muhim faoliyatni moliyalashtiradi. Infratuzilma salohiyatini yaxshilash, ish o'rinlarini yaratish va davlat xizmatlari natijasida fuqarolarning umumiy hayot farovonligi oshmoqda.

Islomiy fond indeksleri investorlarning ishonchini ta'minlashda katta rol o'ynaydi. Shariat tamoyillari va qat'iy tekshirish mezonlariga rioya qilgan holda, ushbu indekslar noo'rin faoliyat bilan shug'ullanadigan kompaniyalarni o'z tarkibidan chiqarib tashlaydi. Investorlar islom fond indekslariga kompaniyalarning axloqiy tamoyillarga rioya qilishining ishonchli ko'rsatkichi sifatida yondashadi.

Islom fond indeksleri an'anaviy fond indekslariga qaraganda tashqi shok omillarga bardoshliroq. Bu global fond indekslarida ham mintaqaviy fond indekslarida ham namoyon bo'ladi. Mamlakat fond bozorini rivojlantirishda va raqobatni qo'llab-quvvatlashda islom kapital bozori ekotizimini shakllantirish hamda unda islom fond indeksleri instrumentlari faoliyatini yo'lga qo'yish muhim ahamiyat kasb etadi.

O'zbekistonda islom moliyasi instrumentlariga talabni va fond indekslarining minoritar investorlar uchun qulayligini inobatga olgan holda risk darajasi past bo'lib kelayotgan islom fond indekslarini mamlakatimizda tadbiq qilish maqsadga muvofiq.

Jahonda eng ko'p emissiya qilinuvchi murobaha sukuklari aksar hollarda mahalliy bozor uchun chiqarilib kelinmoqda. Mahalliy bozor uchun chiqarilgan murobaha sukuklari hajmi umumiy murobaha sukuklarining 98 foizini tashkil etmoqda. Bu turdagi sukuklarni emissiya qilishda davlat dominant ishtirokchi sifatida namoyon bo'lmoqda. Davlat tomonidan chiqarilgan mahalliy murobaha sukuklari jami mahalliy murobaha sukukning deyarli 72 foizini, jami murobaha sukukning 70 foizini, jami sukuklarning deyarli chorak qismini tashkil etmoqda.

Sukuk instrumentini mamlakat ichki talabini hisobga olib joriy qilgan mamlakatlar iqtisodiyot uchun qo'shimcha investitsiyalar jalb qilishga erishib kelmoqda. Bunda asosiy hajm musulmonlar ko'p istiqomat qiluvchi mamlakatlar hissasiga to'g'ri kelsa ham, emitent mamlakatlar qatorida musulmonlar kam istiqomat qiluvchi mamlakatlar mavjudligi mazkur instrumentdan har qanday iqtisodiyotda samarali foydalanish mumkinligini anglatadi. Jahonda samarali foydalanilayotgan mazkur instrument uchun O'zbekiston Respublikasida ham talab katta deb hisoblaymiz.

Islom kapital bozori ekotizimini shakllantirishda biz dualistik tizim mamlakatimiz uchun maqsadga muvofiq degan xulosaga keldik. Bunda tashkiliy-huquqiy masalalarni yechimida Malayziya va Turkiya tajribalari eng muvofiq deya qarash mumkin. Bevosita islom kapital bozori instrumentlarining ishlash tamoyillari uchun dissertatsiya paragraflarida to'xtalib o'tilgan AAOIFI tashkilotining standartlaridan foydalanish lozim.

O'zbekiston qonunchiligini o'rganish natijasiga ko'ra, garchi huquqiy nuqtayi nazardan ma'lum talablar asosida sukuklarni chiqarish mumkin bo'lsa-da, ammo amalda deyarli ilojisiz bo'lib qolmoqda. Bu esa, qonunchilikka O'zbekiston iqtisodiyotiga islom kapital bozori ekotizimini joriy etishning huquqiy jihatlarini yengillashtirishga yo'naltirilgan bir qator o'zgartirish va qo'shimchalarni kiritishni talab etadi.

Islom kapital bozori ekotizimini shakllanishi, rivojlanish tendensiyasi va bugungi kundagi faoliyati bo'yicha Malayziya va boshqa xorijiy mamlakatlar tajribasi hamda mamlakatimiz sharoitini o'rgangan holda, islom kapital bozori ekotizimini O'zbekiston kapital bozorida shakllantirishni uch bosqichda amalga oshirishni va bu bosqichlar O'zbekiston Respublikasi Prezidenti qarori bilan tasdiqlanishni taklif etamiz.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ №DSc.03/10.12.2019.I.16.01 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ
УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ ТАШКЕНТСКОМ ГОСУДАРСТВЕННОМ
ЭКОНОМИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ**

**НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ЦЕНТР «НАУЧНЫЕ ОСНОВЫ И
ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ УЗБЕКИСТАНА» ПРИ
ТАШКЕНТСКОМ ГОСУДАРСТВЕННОМ ЭКОНОМИЧЕСКОМ
УНИВЕРСИТЕТЕ**

АБРОРОВ СИРОЖИДДИН ЗУХРИДДИН УГЛИ

**МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФОРМИРОВАНИЯ
ЭКОСИСТЕМЫ ИСЛАМСКОГО РЫНКА КАПИТАЛА В
УЗБЕКИСТАНЕ**

08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации доктора наук (DSc) по экономическим наукам

Ташкент – 2024

Тема диссертации доктора наук (DSc) по экономическим наукам зарегистрирована под номером B2024.1.DSc/Iqt406 в Высшей аттестационной комиссии.

Диссертационная работа выполнена в Научно-исследовательском центре «Научные основы и проблемы развития экономики Узбекистана» при Ташкентском государственном экономическом университете.

Автореферат диссертации опубликован на трех языках (узбекский, русский и английский (резюме) на веб-сайте Научного совета (www.tsue.uz) и информационно-образовательном портале «ZiyoNet» (www.ziynet.uz).

Научный консультант:

Валиев Бобур Батирович
доктор экономических наук,
старший научный сотрудник

Официальные оппоненты:

Кузиева Наргиза Рамазановна
доктор экономических наук, профессор

Нурислом Тухлиев
доктор экономических наук, академик

Турсунов Анвар Султанович
доктор экономических наук

Ведущая организация:

**Высшая школа бизнеса и предпринимательства
при Кабинете Министров Республики Узбекистан**

Защита диссертации состоится в 10⁰⁰ часов « 5 » 12 2024 г. на заседании научного совета № DSc.03/10.12.2019.I.16.01 по присуждению ученых степеней при Ташкентском государственном экономическом университете Адрес: 100003, город Ташкент, улица Ислама Каримова, д. 49. Тел.: (99871) 239-28-72, факс: (99871) 232-43-51, e-mail: info@tsue.uz

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного экономического университета (регистрационный номер № 1536 Адрес: город Ташкент, улица Ислама Каримова, д. 49. Тел.: (99871) 239-28-72, факс: (99871) 239-43-51, e-mail: info@tsue.uz.

Автореферат диссертации разослан « 16 » 11 2024 года.
(протокол реестра № 73 от « 18 » 11 2024 года).



С.У. Мехмонов

Председатель научного совета по
присуждению ученых степеней, д.э.н.,
профессор

У.В. Гафуров

Секретарь научного совета по
присуждению ученых степеней, д.э.н.,
профессор

С.К. Худойкулов

Председатель научного семинара при
научном совете по присуждению
ученых степеней, д.э.н., профессор

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора наук (DSc))

Актуальность и востребованность темы диссертации. На сегодняшний день тенденция развития мировой экономики увеличивает потребность в новых финансовых ресурсах. В последние годы в качестве важного направления развивается эффективность исламского рынка капитала как системы, предоставляющей большие возможности для привлечения ресурсов на финансовых рынках. С начала века до начала 2023 года в мировую экономику было привлечено инвестиций на сумму около 1,8 трлн.долларов США через сукук, который является одним из инструментов исламских ценных бумаг²⁶. В странах, внедривших данную сферу, он приобретает все большее значение в увеличении инвестиционных инструментов в соответствии со спросом общества, создании благоприятной среды для всех категорий инвесторов, диверсификации инвестиционного портфеля, сокращении теневой экономики. По данным 2022 года, стоимость активов исламских финансов в мире превысила 3,9 трлн.долларов США²⁷. По сделанным ранее прогнозам, ожидается, что в 2024 году данный показатель достигнет 3,5 трлн. долларов США. Это, в свою очередь, свидетельствует о значительном развитии данной сферы.

Были проведены исследования фундаментальных основ исламского рынка капитала, его роли и места на финансовом рынке и его интеграции в традиционные системы мирового сообщества. В исследованиях приоритетное значение приобретают вопросы развития экономики исламского рынка капитала за счет дополнительных резервов и защиты от различных финансовых кризисов. Рост и расширение исламского рынка капитала с точки зрения его объема и географии требует исследований по определению его точного механизма как финансовой системы, стандартизации регулирования с учетом его конкретных институтов, таких как шариатский совет, и интеграции его в существующие традиционные рынки капитала. Кроме того, недостаточно изучен сравнительный анализ уровня толерантности исламских фондовых индексов к внешним шоковым факторам.

Несмотря на растущий интерес к исламским финансам, особенно к исламскому рынку капитала, они не были внедрены в Узбекистане в качестве экосистемы. Его внедрение служит важным фактором повышения конкурентоспособности и капитализации рынка капитала, внедрения передового международного опыта в отрасли, создания эффективного механизма финансирования, являющегося альтернативой банковскому кредитованию. Внедрение экосистемы исламского рынка капитала в нашей стране играет важную роль в дальнейшем развитии национального рынка

²⁶ IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2023, 12th edition. p29.

²⁷ Islamic Finance Development Report 2022: Embracingchange. The Islamic Corporation for the Development of the Private Sector and Refinitiv. p8

капитала и “выводу средств стоимостью 10 млрд.долларов США из “теневой экономики”²⁸.

Данное диссертационное исследование в определенной степени служит реализации задач, определенных в указах Президента Республики Узбекистан от 11 сентября 2023 года №УП-158 “О стратегии “Узбекистан-2030””, от 13 апреля 2021 года №УП-6207 “О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала”, от 8 апреля 2022 года №УП-101 “Об очередных реформах по созданию условий для стабильного экономического роста путем улучшения предпринимательской среды и развития частного сектора”, постановлении Президента Республики Узбекистан от 2 сентября 2023 года №ПП-291 “О дополнительных мерах по развитию рынка капитала”, а также других нормативно-правовых актах, относящихся к данной сфере.

Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики. Данное диссертационное исследование выполнено в соответствии с приоритетными направлениями развития науки и технологий I. «Духовное, нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

Обзор зарубежных исследований по теме диссертации.²⁹ Научные исследования, связанные с методологическими основами формирования экосистемы исламского рынка капитала проводятся ведущими научными центрами и высшими образовательными учреждениями, такими как Организация бухгалтерского учета и аудита для исламских финансовых институтов (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, Бахрейн), Государственный исламский религиозный совет (State Islamic Religious Council, Малайзия), Совет исламских финансовых услуг (Islamic Financial Services Board, Малайзия), Международная исламская корпорация по управлению ликвидностью (The International Islamic Liquidity Management Corporation, Малайзия), Международный рынок исламских финансов (International Islamic Financial Market, Бахрейн), Институт Исламского банка развития (The Islamic Development Bank Institute, Саудовская Аравия), Кембриджский институт исламских финансов (Cambridge Institute of Islamic Finance, Великобритания), Лондонская бизнес-школа (London Business School, Великобритания), Международный центр исламского финансового образования (INCEIF University, Малайзия), Гарвардская бизнес-школа (Harvard Business School, США), Стамбульский университет Сабахаттина Займа (İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, Турция), Международная исламская академия Узбекистана (Узбекистан), Научно-исследовательский центр “Научные основы и проблемы развития экономики Узбекистана”.

²⁸ Стратегия развития рынка капитала на 2020-2025 годы – основные положения. На основе рекомендаций консультантов ЕБРР и АБР. с5.

²⁹ <https://aaoifi.com/>; <https://www.ifsb.org/>; <https://iilm.com/>; <https://www.iifm.net/>; <https://isdbinstitute.org/>; <https://www.cambridge-ifa.net/>; <https://www.london.edu/>; <https://inцейf.edu.my/>; <https://www.hbs.edu/>; <https://www.izu.edu.tr/>; <https://iiu.uz/>; <https://cedr.uz/>.

В результате научных исследований, проведенных по методологическим основам формирования экосистемы исламского рынка капитала в мире и ее совершенствованию, получен ряд научных результатов. В частности, разработаны шариатские стандарты для исламских финансовых учреждений, ценных бумаг и других форм финансовых инструментов (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, Малайзия); проведен анализ сукук по регионам, странам, видам и периодам, а также изучены специфические для страны аспекты исламских рынков капитала (International Islamic Financial Market, Бахрейн); разработаны методические рекомендации по формированию исламского рынка капитала и эффективному использованию его инструментов (Islamic Financial Services Board, Малайзия); проведены исследования по использованию исламских финансов, в частности, возможностей исламского рынка капитала в достижении целей устойчивого развития Организации Объединенных Наций (The Islamic Development Bank Institute, Саудовская Аравия); проведен анализ, связанный с повышением благосостояния населения и сокращением “теневой экономики” через исламский рынок капитала (INCEIF University, Малайзия).

В мире проводится ряд исследований по вопросам формирования и развития экосистемы исламского рынка капитала, включая следующие приоритетные направления: развитие новых видов исламских финансовых услуг с целью увеличения доли исламского рынка капитала на мировом финансовом рынке; увеличение количества исламских фондов и охвата ими; повышение эффективности исламского рынка капитала за счет совершенствования цифровых технологий, создания дуалистических финансовых систем за счет внедрения в странах исламского рынка капитала.

Степень изученности проблемы. Теоретические и практические аспекты организации исламского рынка капитала и повышения его эффективности изучены в научных исследованиях таких ученых-экономистов, как M.Taqi Usmoniy, H.Visser, S.Godlevskiy, R.Turk-Aris, L.Veyl, I.Ali, R.Falahiy, M.Zulxibri, Y.Ibrahim, M.Minay, N.Ahmad, S.Davud, Z.Kafeliya, A.Said, R.Grassa, A.Echchabi, H.Abd.aziz, U.Idris, M.Hassan, S.Aliyu, A.Paltriniyeri, A.Xan, H.Samaoyi и S.Nechi³⁰.

³⁰ Usmani Muhammad Taqi. “Sukuk and their contemporary applications. (2007)” Translated from the original Arabic by Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo, AAOIFI Shari’a Council meeting, Saudi Arabia. 15 p.; Hans Visser. Islamic Finance: Principles and Practice. – Edward Elgar, Cheltenham, UK • Northampton, MA, USA, — 2009. 184 p.; C.J.Godlewski, R.Turk-Ariss & L.Weill. Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective. Journal of Comparative Economics, 41, 2019 pp 745-761; Mohammed Imad Ali, Ikramur Rahman Falahi. Islamic banking and finance: principles and practices // Marifa Academy Private Limited, 2014. 242 p.; Zulkhibri M. (2015). A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk. Borsa Istanbul Review, 15, pp. 237-248; Ibrahim Y., & Minai M.S. (2009). Islamic bonds and the wealth effects: evidence from Malaysia. Investment Management and Financial Innovations, 6(1), pp. 184–191; Ahmad N., Daud S.N., & Kefelia Z. (2012). Economic forces and the sukuk market. Procedia: Social and Behavioral Sciences, 65, pp. 127-133; Said A., & Grassa R. (2013). The determinants of sukuk market development: does macroeconomic factors influence the construction of certain structure of sukuk? Journal of Applied Finance and Banking, 3(5), pp. 251-267; Echchabi A., Abd.aziz H., Idriiss U., 2016. Does sukuk financing promote economic growth? An emphasis on the major issuing countries. Turk. J. Islam. Econ.3, pp. 63-73; Hassan M., Aliyu S., Paltrinieri A. & Khan A. (2018). A Review of Islamic Investment Literature. Economic Papers: A journal of applied economics and policy. In Press; Smaoui H., & Nechi S. (2017). Does sukuk market development spur economic growth? Research in International Business and Finance, 41, pp. 136-147.

Вопросы исламского рынка капитала и исламских финансов нашли своё отражение в научных работах ученых-экономистов стран СНГ, таких как В.Антропов, Т.Гафурова, С.Мокина, О.Трофимова, И.А.Зарипов, И.Беккин³¹. Данные вопросы также были изучены в научных работах таких ученых-экономистов Узбекистана, как Х.Хасанов, Ж.Имамназаров, А.Турсунов, Б.Джураев, М.Султанов, Н. Аллаберганова, Х.Нусратуджаев и Т.Бобокулов³².

В научных работах этих ученых проблемы, связанные с деятельностью исламского рынка капитала, связаны с теоретическими аспектами и механизмами его работы, и в этой связи возникает необходимость более глубокого изучения взаимосвязи исламского рынка капитала и экономики страны. В целях повышения удобства финансового рынка и привлечения средств населения крайне важно провести исследование по внедрению экосистемы рынка исламского капитала в Узбекистане.

Связь темы диссертации с планами научно-исследовательской работы высшего образовательного учреждения, где выполнена диссертация. Диссертационное исследование выполнено в соответствии с планом научно-исследовательских работ Научно-исследовательского центра “Научные основы и проблемы развития экономики Узбекистана” при Ташкентском государственном экономическом университете в рамках фундаментального научного проекта №FZ-5421033210 на тему “Методологические основы трансформации системы государственного регулирования национальной экономики”.

Целью исследования является разработка научных предложений и рекомендаций по методологическим основам формирования экосистемы исламского рынка капитала в Узбекистане.

Задачи исследования:

³¹ Антропов В.В. Исламские финансы в глобальной экономике: современные тенденции и перспективы. Причины появления исламских финансов // Экономический журнал. 2017. №48. с. 57-77; Гафурова Г.Т. Сукук в системе исламского финансирования // Вестник АГТУ. Экономика. 2011. №2. с. 90-94; Мокина Л.С. Исламские ценные бумаги как источник финансирования инвестиционных проектов и перспективы их размещения на финансовом рынке России // Российское предпринимательство. 2017. Том 18. №22. с. 3429-3446; Трофимова О. Мусульмане и ислам в Западной Европе // Мировая экономика и международные отношения. 2009. №10. с. 52-62; Зарипов И.А. Малайзия – флагман исламских финансов // Вестник финансового университета. 2016. №4. с. 118-129; Р.И.Беккин. Исламская экономическая модель и современность. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Изд. дом Марджани, 2010. – 367 с.

³² Хасанов Х. Ахлокий (исломий) молиялаштириш тизими – инновацион молиялаштириш востиси сифатида (Ўзбекистон ва МДХ мисолида). “Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар” илмий электрон журнали. № 5, 2017 й.; Имамназаров Ж. Ислом молия тизими имкониятларидан Ўзбекистон иқтисодиётида фойдаланишнинг назарий асосларини такомиллаштириш. Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) автореферати. - Т.: ТДИУ, 2023. 70 б.; Tursunov A. Islomiy mikromoliyalashda “Vaqt” xayriya jamoat fondining faoliyatini rivojlantirish yo'llari. Iqtisodiyot fanlari doktori (DSc) dissertatsiyasi avtoreferati. -T.: BFA, 2023. 64 b.; Султанов М. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантириш истиқболлари. Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) автореферати. -Т.: ТДИУ, 2019. 58 б.; Аллаберганова Н. Ислом кредит институтлари фаолиятининг назарий жиҳатлари. “Молия ва банк иши” электрон илмий журнали. №1, 2019 й. 11-16 б.; Хасанов Х., Давлатяров О. Фоиз ставкаси ва инфляция даражаси ўртасидаги боғлиқликнинг исломий молиялаштириш жиҳатидан таҳлили. Стратегическое планирование – важный фактор стабильности устойчивого социально-экономического развития страны и регионов: материалы Форума экономистов/под общей редакцией. Т.Ахмедова.–Ташкент: IFMR, 2019. сс. 245-252.; Nusrathujaev H. “Raising Islamic finance awareness in Uzbekistan” Islamic finance news 2020 pp17-18.; Boboqulov T. “O‘zbekiston Respublikasi bank tizimida omonat jalb qilish bilan bog‘liq mavjud muammolarni islomiy bank mahsulotlarini joriy etish orqali bartaraf etish”. Logistika va iqtisodiyot 2020 №3-10-17 b.

формирование теоретических и методологических подходов, основанных на анализе основ исламского рынка капитала;

анализ значения исламского рынка капитала в экономике стран;

путем исследования исламских фондовых индексов на фондовых рынках определение уровня их толерантности к внешним шоковым факторам;

анализ тенденций развития и текущего состояния финансового инструмента сукук;

исследование передового опыта зарубежных стран по формированию исламского рынка капитала и развитию рынка сукук;

разработка научно обоснованных предложений и рекомендаций по формированию экосистемы исламского рынка капитала в Узбекистане.

Объектом исследования выбраны инструменты и институты исламских рынков капитала.

Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие в процессе формирования экосистемы исламского рынка капитала.

Методы исследования. В диссертации использованы научная абстракция, эмпирическая, описательная статистика, экспертная оценка, группировка, сравнительный и динамический анализ, эконометрический анализ, методы оценки Хиллса и регрессии OLS log-log.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

в соответствии с методическим подходом усовершенствована экономическая сущность понятия “формирование экосистемы исламского рынка капитала” посредством научного обоснования необходимой значимости в качестве институциональной основы данного процесса на макроуровне – централизованно и на микроуровне – шариатского совета институтов исламских финансов с позиции поведения участников рынка;

в соответствии с описанием несоответствия финансовых инструментов принципам исламского финансирования, обосновано предложение по целевому направлению неиспользованных финансовых ресурсов на экономические и социальные проекты путем формирования исламского рынка капитала;

на фоне глобальной финансовой нестабильности в целях снижения высокого риска инвесторов традиционных фондовых индексов предлагается использовать индексы исламских фондов, которые более устойчивы к финансовым кризисам из-за отсутствия таких элементов, как рибо, майсир и гарар;

при привлечении инвестиций в Узбекистан на основе принципов исламского финансирования обосновано использование таких сукук, как ижара и муробаха, которые позволяют эмитенту заранее определить арендную плату и задолженность, а также спрогнозировать свой доход с высокой степенью точности на основе суммы задолженности перед эмитентом;

усовершенствованы методологические основы формирования экосистемы исламского рынка капитала в Узбекистане за счет организации процесса привлечения технической поддержки Исламского банка развития с целью

успешного внедрения и развития инструмента сукук на его начальном этапе в форме сотрудничества в рамках “ИБР – ООН – Национальный регулятор”.

Практические результаты исследования заключаются в следующем:

в качестве институциональной основы экосистемы исламского рынка капитала показаны аспекты взаимозависимости финансовых институтов, регулирующих организаций, международных институтов, организаторов рынка и других посредников;

оценена степень соразмерности структуры исламских фондовых индексов на рынках капитала реальному сектору экономики;

в рамках международных стандартов строгой проверки исламских ценных бумаг исследованы и сгруппированы критерии в процессе определения уровня соответствия принципам исламского финансирования;

в Узбекистане в сфере рынка капитала предлагается ввести специальный режим “регулятивной песочницы”, который предусматривает эффективное внедрение и регулирование инструментов исламского рынка капитала в короткие сроки;

в целях повышения удобства для всех категорий инвесторов на рынке капитала Узбекистана, увеличения количества инвесторов, диверсификации видов существующих ценных бумаг и создания новых факторов конкуренции, были разработаны этапы формирования экосистемы исламского рынка капитала в Узбекистане.

Достоверность результатов исследования обусловлена целесообразностью использования в исследовании методических подходов и методов, получением данных из официальных источников, в частности, из открытых статистических отчетов международных организаций, а также внедрением в практику выводов и предложений уполномоченными организациями.

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научная значимость результатов исследования объясняется тем, что разработанные предложения служат для разработки приоритетных направлений развития рынка капитала в Узбекистане, а также реализации научных исследований о перспективах внедрения экосистемы исламского рынка капитала.

Практическая значимость результатов исследования заключается в возможности использования разработанных рекомендаций при разработке стратегии развития рынка капитала, а также при принятии законов и подзаконных актов, указов, постановлений и распоряжений Президента страны, постановлений и решений Кабинета Министров. А также других нормативных актов с целью привлечения и размещения свободных средств иностранных инвесторов, хозяйствующих субъектов, финансовых учреждений и населения.

Внедрение результатов исследования. На основе научных, методических и практических рекомендаций, разработанных по механизму формирования экосистемы исламского рынка капитала в Узбекистане:

теоретико-методические материалы по совершенствованию в соответствии с методическим подходом экономической сущности понятия “формирование экосистемы исламского рынка капитала” посредством научного обоснования необходимой значимости в качестве институциональной основы данного процесса на макроуровне – централизованно и на микроуровне – шариатского совета институтов исламских финансов с позиции поведения участников рынка, было использовано при подготовке учебника “Управление и планирование имущества”, рекомендованного для студентов высших образовательных учреждений направления образования 70411101 – “Исламская экономика и финансы” (приказ №314 Министерства высшего образования, науки и инноваций Республики Узбекистан от 17 июля 2023 года). Внедрение данного научного новшества в практику явилось методической основой для формирования у студентов высших учебных заведений более широких теоретических знаний и навыков относительно экономического смысла понятий “шариатские советы” и их значения на финансовом рынке;

предложение по целевому направлению неиспользованных финансовых ресурсов на экономические и социальные проекты путем формирования исламского рынка капитала в соответствии с описанием несоответствия финансовых инструментов принципам исламского финансирования, нашло своё отражение в Указе Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года №УП-6207 “О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала” (справка №06/33-4-20806 Министерства экономики и финансов Республики Узбекистан от 7 октября 2024 года). В результате реализации данного научного предложения вторым основным направлением развития рынка капитала является повышение удобства рынка капитала для всех категорий инвесторов за счет применения передовых подходов, успешно апробированных за рубежом;

в целях снижения высокого риска инвесторов традиционных фондовых индексов предложение использовать индексы исламских фондов, которые более устойчивы к финансовым кризисам из-за отсутствия таких элементов, как рибо, майсир и гарар на фоне глобальной финансовой нестабильности, нашло своё отражение в Указе Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года №УП-6207 “О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала” (справка №06/33-4-20806 Министерства экономики и финансов Республики Узбекистан от 7 октября 2024 года). В результате реализации этого научного предложения была создана основа для увеличения количества инвесторов на рынке капитала, диверсификации видов существующих ценных бумаг и формирования новых факторов конкуренции;

при привлечении инвестиций в Узбекистан на основе принципов исламского финансирования предложение по использованию таких сукук, как ижара и муробаха, которые позволяют эмитенту заранее определить арендную плату и задолженность, а также спрогнозировать свой доход с высокой степенью точности на основе суммы задолженности перед эмитентом, нашло своё отражение в Указе Президента Республики Узбекистан от 8 апреля

2022 года №УП-101 “Об очередных реформах по созданию условий для стабильного экономического роста путем улучшения предпринимательской среды и развития частного сектора” (справка №06/33-4-20806 Министерства экономики и финансов Республики Узбекистан от 7 октября 2024 года). В результате реализации данного научного предложения созданы новые возможности для развития различных сегментов финансового рынка, привлечения дополнительных инвестиций и развития сферы услуг за счет дальнейшей либерализации рынка капитала;

предложение по совершенствованию методологических основ формирования экосистемы исламского рынка капитала в Узбекистане за счет организации процесса привлечения технической поддержки Исламского банка развития с целью успешного внедрения и развития инструмента сукук на его начальном этапе в форме сотрудничества в рамках “ИБР – ООН – Национальный регулятор”, внедрено в практику в деятельность представительства Исламского Банка Развития в Узбекистане (справка №FR-UZ/11-22 представительства Исламского Банка Развития в Узбекистане от 22 ноября 2023 года). Внедрение в практику данного научного предложения способствовало подписанию соглашения между Агентством по развитию рынка капитала, Программой развития ООН и Исламским банком развития и предусматривала техническую помощь в размере 220 000 долларов США.

Апробация результатов исследования. Результаты исследования прошли обсуждение на 7 республиканских и 7 международных научно-практических конференциях.

Опубликованность результатов исследования. Всего по теме диссертации опубликовано 33 научные работы, из них 2 научные монографии, 17 статей в научных журналах, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан для публикации основных результатов докторских диссертаций, включая 6 статей в зарубежных журналах.

Структура и объем диссертации. Структура диссертационной работы состоит из введения, четырех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объем исследования составляет 216 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **введении** диссертации обоснованы актуальность и значение исследования, определены его цель и основные задачи, объект и предмет диссертации, показано соответствие приоритетным направлениям развития науки и технологий в республике, обоснована научная новизна и изложены практические результаты, раскрыты научное и практическое значение полученных результатов, представлены данные о внедрении результатов исследования, а также приведены сведения об опубликованных работах и структуре диссертации.

В первой главе диссертации “**Сущность исламского рынка капитала и его научно-теоретические основы**” изложены научно-теоретические взгляды на фундаментальные основы, сущность, институциональные основы формирования экосистемы и ее регулирования, а также роль сукук как

экономической категории исламского рынка капитала. На основе поставленных исследовательских задач получены теоретические результаты и инновации.

В исламских финансах, основанных на концептуальных принципах и правилах шариата, были разработаны альтернативные исламские финансовые инструменты вместо инструментов, не соответствующих исламским принципам, используемым в традиционной финансовой системе. С учетом его принципов исламские финансовые инструменты можно разделить на четыре группы: распределение прибылей и убытков, долг, аренда и взаимное поручительство. Сюда входят инструменты исламского рынка капитала. Для того чтобы продукты исламского рынка капитала функционировали полноценно и эффективно, необходимо комплексно решать все сопутствующие вопросы. Это то, что мы интерпретируем как экосистему исламского рынка капитала. Экосистема – это агрегация взаимосвязанных сфер и элементов, служащих для функционирования и развития системы.

В этом разделе мы рассматриваем роли и функции шариатских наблюдательных советов, исламских финансовых институтов, регулирующих органов и рыночных посредников в формировании рыночной экосистемы.

Развитие исламского рынка капитала опирается на несколько институциональных рамок, которые служат для рыночных операций и регулирования. Эти институциональные структуры включают шариатские наблюдательные советы, исламские финансовые институты, регулирующие органы и других рыночных посредников (рисунок 1).

Шариатские наблюдательные советы играют решающую роль в развитии и регулировании исламского рынка капитала. Эти советы состоят из ученых, обладающих знаниями в области исламского права и финансов, которые контролируют финансовые продукты и услуги на предмет соответствия принципам исламских финансов.

Шариатские наблюдательные советы работают на институциональном уровне, предоставляя рекомендации и консультации исламским финансовым учреждениям по разработке и внедрению продуктов и услуг, соответствующих шариату. Шариатские наблюдательные советы проверяют финансовые продукты и услуги, оценивают их соответствие принципам шариата и предоставляют учреждениям заключения и рекомендации.

Данные рекомендации гарантируют, что продукты и услуги, предлагаемые исламскими финансовыми учреждениями, соответствуют этическим принципам ислама.

Деятельность шариатских наблюдательных советов реализуется в международном опыте в 3 различных формах: микроуровень, макроуровень и смешанная форма.

Обязательная организация шариатских наблюдательных советов внутри каждого исламского финансового института является внедрением совета на микроуровне. В этом случае каждая организация сможет осуществлять свою деятельность только при наличии положительного заключения шариатского наблюдательного совета.



Рисунок 1. Экосистема исламского рынка капитала³³

³³ Разработка автора

На макроуровне в рамках регулирующего органа будет создан шариатский наблюдательный совет, который будет отвечать за надзор за соблюдением всеми исламскими финансовыми институтами принципов исламского финансирования.

В некоторых странах оба этапа применяются одновременно. В связи с этим шариатские советы республики координируют деятельность шариатских советов организаций. В Малайзии существует двухуровневый шариатский совет. В качестве институциональной основы формирования экосистемы исламского рынка капитала централизованные республиканские (макроуровень) и шариатские советы исламских финансовых институтов (микроуровень) приобретают необходимое значение с точки зрения поведения участников рынка.

Выводы, предоставленные шариатскими наблюдательными советами, также основаны на данных Организации бухгалтерского учета и аудита исламских финансовых учреждений (AAOIFI). Организация является некоммерческой организацией, созданной в 1991 году в Бахрейне. Это международный орган, устанавливающий стандарты, который разрабатывает стандарты бухгалтерского учета, аудита, управления, этики и шариата для исламских финансовых учреждений по всему миру. Стандарты AAOIFI широко признаны и приняты исламскими финансовыми учреждениями и регулирующими органами и направлены на обеспечение прозрачности, последовательности и подотчетности исламских финансовых учреждений³⁴. Стандарты AAOIFI разрабатываются экспертами в области исламских финансов, в том числе учеными, знатоками шариата, банкирами и аудиторами. Данные стандарты основаны на принципах исламских финансов и предназначены для удовлетворения потребностей индустрии исламских финансов при соблюдении международных стандартов бухгалтерского учета и аудита.

Еще одним важным учреждением, разрабатывающим международные стандарты, является Совет исламских финансовых услуг (IFSB). FSB как международная организация стандартизации был основан в 2002 году в Малайзии³⁵. Это независимый орган, который разрабатывает и способствует принятию пруденциальных и надзорных стандартов и руководящих принципов для исламской финансовой индустрии во всем мире. Полномочия IFSB заключаются в обеспечении достоверности и устойчивости индустрии исламских финансовых услуг путем разработки и внедрения пруденциальных стандартов и передовой практики. Его стандарты охватывают многие области, такие как корпоративное управление, управление рисками, соблюдение шариата, достаточность капитала, управление ликвидностью, раскрытие информации.

Регулирующие организации являются еще одной институциональной основой исламского рынка капитала. Эти органы играют решающую роль в обеспечении стабильности и эффективности рынка, защите инвесторов и прозрачности. Регулирующие органы несут ответственность за обеспечение

³⁴ <https://aaoifi.com/?lang=en>

³⁵ <https://www.ifsb.org/>

соблюдения рыночных правил, установление рыночных стандартов и лицензирование участников рынка. Регулирующие органы на исламском рынке капитала включают центральные банки, министерства финансов, комиссии по ценным бумагам и другие аналогичные регулирующие органы.

Попечители несут ответственность за управление инвестиционными фондами, соответствующими шариату, включая индексные фонды (ETF). Они проводят исследования потенциальных инвестиционных возможностей, создают инвестиционные портфели и управляют ими. Они предоставляют регулярные отчеты о деятельности фондов, которыми они управляют. Индексы сами по себе являются показателями, которые могут предоставить общую информацию о рынке за короткий период времени. Индекс³⁶ - это статистически рассчитанный показатель, основанный на выбранном наборе финансовых ценных бумаг или товаров, торгуемых на организованных или неорганизованных финансовых рынках, или на обоих видах рынка. Каждому продукту присваивается определенный вес в зависимости от его рыночной стоимости, а общая стоимость делится на постоянное число. В настоящее время наиболее популярными индикаторами являются индекс потребительских цен, а также индексы Dow Jones и FTSE на финансовых рынках.

Для исламских финансовых учреждений разрешены следующие методы использования индексов в соответствии со стандартом шариата №27 Организации бухгалтерского учета и аудита:

1. Шариат позволяет использовать индексы для определения масштабов изменений на конкретном рынке или для оценки эффективности специализированных менеджеров путем сравнения их доходности с индексами. Индексы могут использоваться для формирования понимания портфеля или для оценки его системных рисков.

2. Индексы можно использовать в качестве ориентира для сравнения фондов и инвестиционных облигаций, для привязки бонуса менеджера или бонуса агента к инвестициям или для привязки бонуса мудориба к результатам мудораба.

3. Разрешается использовать такой индекс, как LIBOR, или конкретный индекс цен на акции/товары в качестве основы для сравнительного анализа при определении прибыли от контракта муробаха. В этом случае требуется, чтобы контракт был заключен на определенную прибыль, которая не меняется при последующих изменениях индекса.

4. Допускается использование индекса для определения арендной платы, представляющей собой доход.

5. Допускается включение в трудовое законодательство Положения об индексации заработной платы по трудовым договорам на денежной основе. Однако в случае взыскания невыплаченной заработной платы в виде долга необходимо соблюдать правила исламских финансов в отношении долгов. То есть индексация долгов не допускается.

³⁶ The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions Shari'ah Standards. / The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.- Manama, 2015. p 706

6. Мудорibu или агенту разрешено привязывать осуществленные сделки к определенному индексу, чтобы, когда индекс достигнет определенного значения, он мог продать продукт по рыночной цене или купить определенное количество продукта по этой цене.

7. Допускается связывать выполнение обязательного залога покупателем или продавцом с увеличением или уменьшением определенного индекса относительно цены товара на определенную дату, так что любое дополнительное увеличение может быть добавлено к цене товара.

8. Допустимо привязывать сумму пожертвования на благотворительность к определенному индексу в связи с его задержкой.

Согласно Стандарту 27, указанному выше, использование индексов не допускается в следующих случаях:

1. Запрещается продажа индексов без продажи или покупки реальных активов, а также использование их движения на финансовых рынках путем выплаты или получения денег. Подобные операции запрещены, даже если они совершаются с целью защиты от потенциального риска.

2. Недопускается заключение опционных контрактов по индексам.

3. Невозможно заключать контракты на индекс мультипликативных контрактов.

4. Запрещено приостанавливать контракты, например продажи, путем привязки их к определенному индексу.

5. Запрещается привязывать сумму кредита к индексу цен при выдаче кредита.

Во второй главе диссертации **“Влияние исламского рынка капитала на национальную экономику”** проведен сравнительный эконометрический анализ значения исламского рынка капитала в экономике стран и исламских фондовых индексов на фондовых рынках, а также по уровню толерантности исламских фондовых индексов к внешним шокowym факторам по сравнению с традиционными фондовыми индексами. В результате проведенных исследований получены положительные результаты.

Несмотря на глобальные проблемы, вызванные пандемией, Малайзия продолжала оставаться крупным центром рынка исламского капитала и лидером по выпуску сукук в 2021 году. Согласно годовому отчету Комиссии по ценным бумагам Малайзии за 2021 год, размер исламского рынка капитала на конец 2020 года составил 538 млрд. долларов США, а к концу 2021 года данный показатель поднялся до 550 млрд. долларов США. Рынок исламского капитала остается основным компонентом рынка капитала Малайзии, его доля составляет 65,4 процентов. Это представляет собой общую рыночную капитализацию ценных бумаг на сумму 286 млрд. долларов США и сукук на сумму 262 млрд. долларов США.

Исламский рынок капитала является неотъемлемой частью рынка капитала Малайзии, на его долю приходится почти 64,4 процента (рисунок 2). В 2022 году объем малайзийского исламского рынка капитала составит 2,3 трлн. малайзийских ринггитов. Из них 1,1 трлн. MYR - это акции, соответствующие шарияту, а сумма в 1,2 трлн. MYR приходится на сукук.

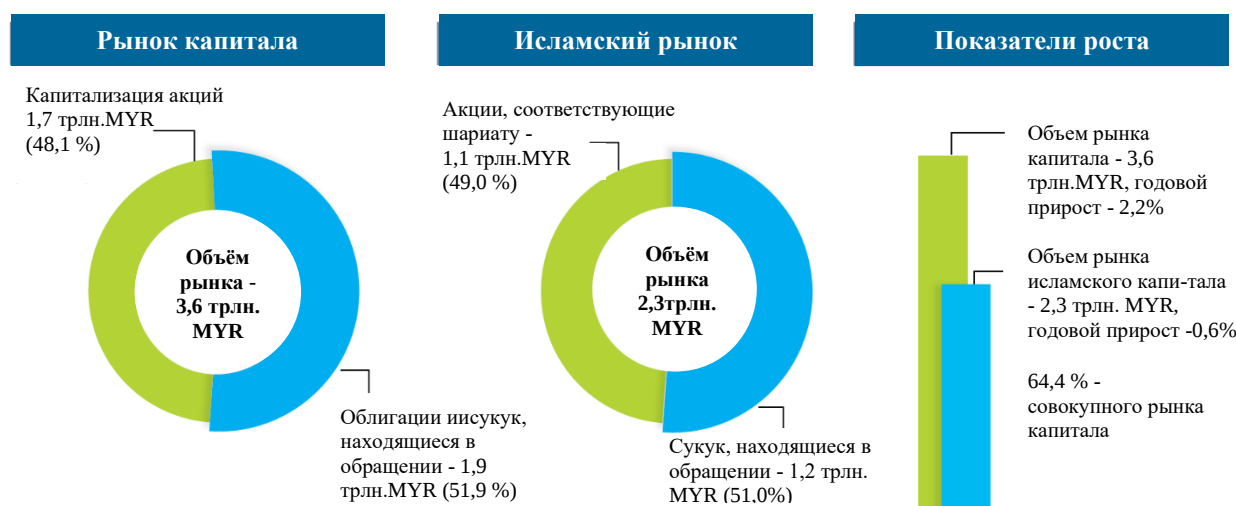


Рисунок 2. Структура рынка капитала Малайзии³⁷.

Отмечается, что в 2022 году увеличение рынка исламского капитала составило 0,6 процента. Акции, соответствующие шариату, очень важны на фондовом рынке Малайзии. По состоянию на декабрь 2022 года 789 (81,2 процента) из 972 зарегистрированных акций являются акциями, соответствующими шариату (рисунок 3). С точки зрения объема стоимость акций, соответствующих шариату, к концу 2022 года составила 1,14 млрд. малайзийских рингитов, что составляет 65,6 процента от совокупного объема рынка.

Хотя сукук выпускают в разных странах, в нашей стране этот финансовый инструмент не существует. Кроме того, общее описание фондового рынка нашей страны не соответствует его потенциалу.

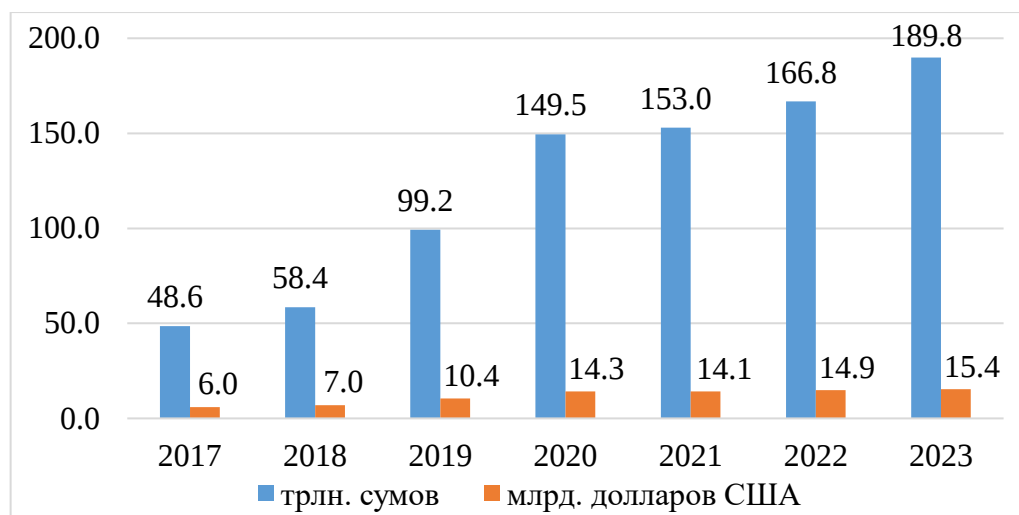


Рисунок 3. Стоимость акций, находящихся в обращении на рынке капитала Узбекистана³⁸

Акции, облигации и некоторые виды деривативов торгуются на рынке капитала Узбекистана. В последние годы можно наблюдать рост эмиссии акций (рисунок 3). В 2017 году в обращении было акций на сумму

³⁷ Security Commission of Malaysia. Annual Report 2022. p172.

³⁸ Подготовлено автором на основе данных Центрального депозитария Республики Узбекистан.

48,6 трлн.сумов, а по итогам 2023 года в обращении находилось акций на сумму 189,8 трлн. сумов. Чтобы сравнить показатели этого периода с другими странами, следует понимать, что значение намного ниже, если рассчитывать по курсу на конец года к доллару США. В 2023 году в обращении находились акции на сумму 15,4 млрд. долларов США, и только на город Ташкент приходится более 90 процентов выпуска.

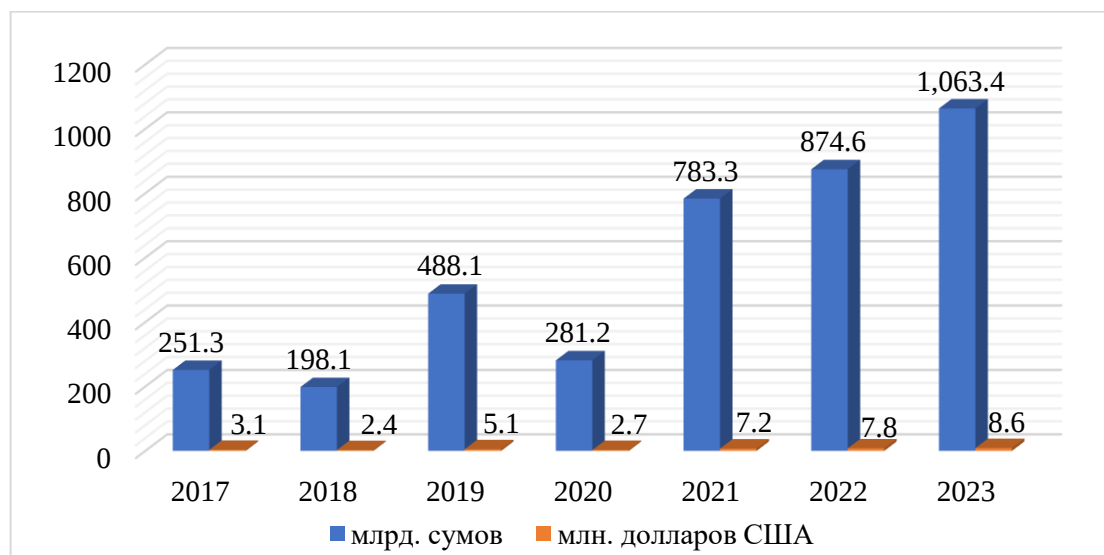


Рисунок 4. Стоимость облигаций, находящихся в обращении на рынке капитала Узбекистана³⁹

Хотя рынок облигаций Узбекистана в последние годы также активизировался, он не соответствует имеющемуся потенциалу со сравнительной позиции. В 2017 году в обращении находились облигации на сумму 251,3 млрд. сумов (3,1 млн. долларов США) (рисунок 4). В 2020 году данный показатель составил 281,2 млрд.сумов (2,7 млн. долларов США) и 1063,4 млрд. сумов (8,6 млн. долларов США) в 2023 году.

Проведено множество исследований о положительном влиянии исламского рынка капитала на развитие экономики страны, его устойчивости к кризисам и высокой эффективности. Показатели инструментов рынка капитала чрезвычайно чувствительны и быстро меняются, в связи с чем возникает необходимость изучения состояния исламского рынка капитала. Соответственно, мы попытались обогатить исследования, проведенные ранее в мировом научном сообществе, путем определения уровня толерантности исламского рынка капитала и традиционного рынка капитала к внешним шоковым факторам. Согласно нашей гипотезе, исламский рынок капитала более устойчив к кризисам и внешним шоковым факторам, чем традиционный рынок капитала, благодаря таким факторам, как основанность на активах, отсутствие элементов рибха, гарара и майсира, а также экономической деятельности, основанной на моральных нормах. Фондовые индексы считаются наиболее подходящей переменной для обеих систем, отражающей рыночные условия.

Выбранные для исследования индексы фондового рынка в течение исследуемого периода демонстрировали общую тенденцию к росту с

³⁹ Подготовлено автором на основе данных Центрального депозитария Республики Узбекистан.

некоторыми резкими колебаниями. С июня 2015 по июнь 2016 года наблюдалось падение фондовых рынков. Это было вызвано падением на 43 процентов китайского сводного индекса SSE в июне-августе 2015 года и девальвацией юаня. Инвесторы начали продавать свои акции после того, как рост ВВП Китая остановился, цены на нефть упали, а Греция объявила дефолт. Референдум по Брекситу также совпадает с этим временем. Влияние пандемии COVID-19 отразилось в обвале фондовых индексов в первой половине 2020 года. В течение 2022 года высокий уровень инфляции доллара США не преминул отразиться на мировом рынке капитала. Данное снижение можно охарактеризовать как третий шоковый фактор за выбранный период.

Для анализа выбранных фондовых индексов мы выбрали методы оценки Хиллса и регрессии OLS log-log. Оценка метода Хилла осуществляется следующим образом:

$$\hat{\xi}_{Hills} = \frac{n}{\sum_{t=1}^n (\ln|r|_{(t)} - \ln|r|_{(n)})} \quad (1)$$

Здесь

$\hat{\xi}_{Hills}$ – Показатель остаточной стоимости по методу оценки Хиллса

n – количество наблюдений в выборке

ξ Оценка 95-процентного доверительного интервала определяется методом Хилла следующим образом:

$$\left(\hat{\xi}_{Hill} - \frac{1,96}{\sqrt{n}} \hat{\xi}_{Hill}, \hat{\xi}_{Hill} + \frac{1,96}{\sqrt{n}} \hat{\xi}_{Hill} \right) \quad (2)$$

Регрессионный метод OLS log-logrank-size имеет следующий вид:

$$\ln \left(t - \frac{1}{2} \right) = a - b \ln |r|_{(t)} \quad (3)$$

оценка 95-процентного доверительного интервала ξ определяется регрессионным методом OLS log-logrank-size:

$$\left(\hat{\xi}_{RS} - 1,96 \cdot \sqrt{\frac{2}{n}} \hat{\xi}_{RS}, \hat{\xi}_{RS} + 1,96 \cdot \sqrt{\frac{2}{n}} \hat{\xi}_{RS} \right) \quad (4)$$

Для формирования выводов в нашем исследовании мы предпочли регрессионную модель OLS log-log rank-size. Подробно с выбранными методами можно ознакомиться в научной работе “Emerging markets and heavy tails”, опубликованной в 2013 году Маратом Ибрагимовым и другими авторами⁴⁰.

Для проверки статистической значимости данных была рассчитана остаточная стоимость в разных частях выборки всех фондовых индексов. Были извлечены верхние 2,5-15 процентов заново упорядоченной выборки. Оценки остаточной стоимости определялись вместе с верхними и нижними границами 95 процента доверительного интервала извлеченных фракций. Из результатов очевидно, что интервалы между верхней и нижней границами оценки остаточной стоимости в 95-процентных доверительных интервалах извлеченных частей всех фондовых индексов имеют смежность с интервалами предыдущей и последующей частей. Ни один из фондовых индексов не претерпит резкого изменения без этих общих диапазонов компонентов. Это означает, что выборка является статистически значимой.

⁴⁰ Ibragimov, M., Ibragimov, R., & Kattuman, P. (2013). Emerging markets and heavy tails. Journal of Banking & Finance, 37(7), 2546-2559.

Таблица 1

Оценки остаточной стоимости традиционных фондовых индексов⁴¹

	Truncation	Tail RS	$S. e_{RS} = \sqrt{2/n} \hat{\xi}_{RS}$	95% CI_{RS}	Tail Hill	$S. e_{Hill} = \sqrt{1/n} \hat{\xi}_{Hill}$	95% CI_{Hill}
DJIA	10%	2.5886	0.2306	(2.1366, 3.0406)	2.5648	0.1616	(2.2475, 2.8821)
	5%	2.5592	0.3224	(1.9273, 3.1912)	2.7299	0.2432	(2.2514, 3.2085)
FTSE	10%	2.7641	0.2472	(2.2796, 3.2487)	2.5014	0.1582	(2.1907, 2.812)
	5%	2.8372	0.3589	(2.1338, 3.5405)	2.9422	0.2632	(2.4243, 3.46)
SP500	10%	2.7201	0.2423	(2.2451, 3.195)	2.533	0.1596	(2.2197, 2.8464)
	5%	2.8403	0.3578	(2.1389, 3.5417)	2.7454	0.2446	(2.2641, 3.2267)
JCI	10%	3.0689	0.2761	(2.5276, 3.6101)	2.7345	0.174	(2.3928, 3.0762)
	5%	3.3649	0.4291	(2.5239, 4.2059)	2.9435	0.2654	(2.4212, 3.4658)

Таблица 2

Оценки остаточной стоимости исламских фондовых индексов⁴²

	Truncation	Tail RS	$S. e_{RS} = \sqrt{2/n} \hat{\xi}_{RS}$	95% CI_{RS}	Tail Hill	$S. e_{Hill} = \sqrt{1/n} \hat{\xi}_{Hill}$	95% CI_{Hill}
DJIslm	10%	2.8024	0.2237	(2.3641, 3.2408)	2.4877	0.1404	(2.2121, 2.7633)
	5%	3.0216	0.341	(2.3532, 3.69)	2.9568	0.236	(2.4928, 3.4207)
FTSEIslm	10%	2.8786	0.2575	(2.3739, 3.3832)	2.5862	0.1636	(2.265, 2.9074)
	5%	3.0255	0.3827	(2.2754, 3.7756)	3.1708	0.2836	(2.6127, 3.7288)
SP500Islm	10%	2.7954	0.249	(2.3073, 3.2835)	2.5121	0.1582	(2.2013, 2.8229)
	5%	2.9554	0.3723	(2.2256, 3.6852)	2.9533	0.2631	(2.4356, 3.471)
JII	10%	3.2004	0.288	(2.6359, 3.7648)	2.8359	0.1804	(2.4815, 3.1903)
	5%	3.4818	0.444	(2.6116, 4.352)	2.9826	0.2689	(2.4534, 3.5118)

⁴¹ Расчеты подготовлены автором⁴² Расчеты подготовлены автором

По результатам, представленным в таблицах 1-2, при сравнении традиционных и исламских фондовых индексов можно заметить, что показатели исламских фондовых индексов выше, чем традиционных. $DJIA_{Hill10\%}$ и $SP500_{Hill10\%}$ зафиксировали немного выше, чем альтернативные исламские фондовые индексы. Это составляет 2 из 16 сравнений. Но этот уровень различия очень низок и серьезно не влияет на подтверждение основной гипотезы.

Кроме того, достаточно сделать вывод, что результаты исламских фондовых индексов существенно превышают метод RS, который считается более высоким. Согласно моделям оценки, чем выше остаточная стоимость, тем выше устойчивость к внешним шоковым факторам.

При отдельном сравнении оценок остаточной стоимости положительных и отрицательных изменений традиционных и исламских фондовых индексов наблюдалась практически описанная выше ситуация, и вывод подтвердился еще раз. В этом случае метод оценки Хиллса показывает, что JCI выше, чем JI в 5% и 10% частях положительного изменения и 5% части отрицательного изменения, SP500 выше, чем SP500Islm в 5% и 10% части отрицательного изменения, и DJIA выше DJIslm в 10% части отрицательного изменения. В остальных 26 случаях сравнения приоритет остался за исламскими фондовыми индексами. На основе модели оценки Хиллса и метода логарифмической модели OLS log-log было установлено, что исламские фондовые индексы более устойчивы к внешним шоковым факторам, чем традиционные фондовые индексы.

В третьей главе диссертации “Анализ тенденций развития сукук как инструмента исламского рынка капитала” приведен общий анализ развития сукук на фондовом рынке и структуры эмиссии сукук по видам, валютам, периодам, эмитентам, регионам и странам.

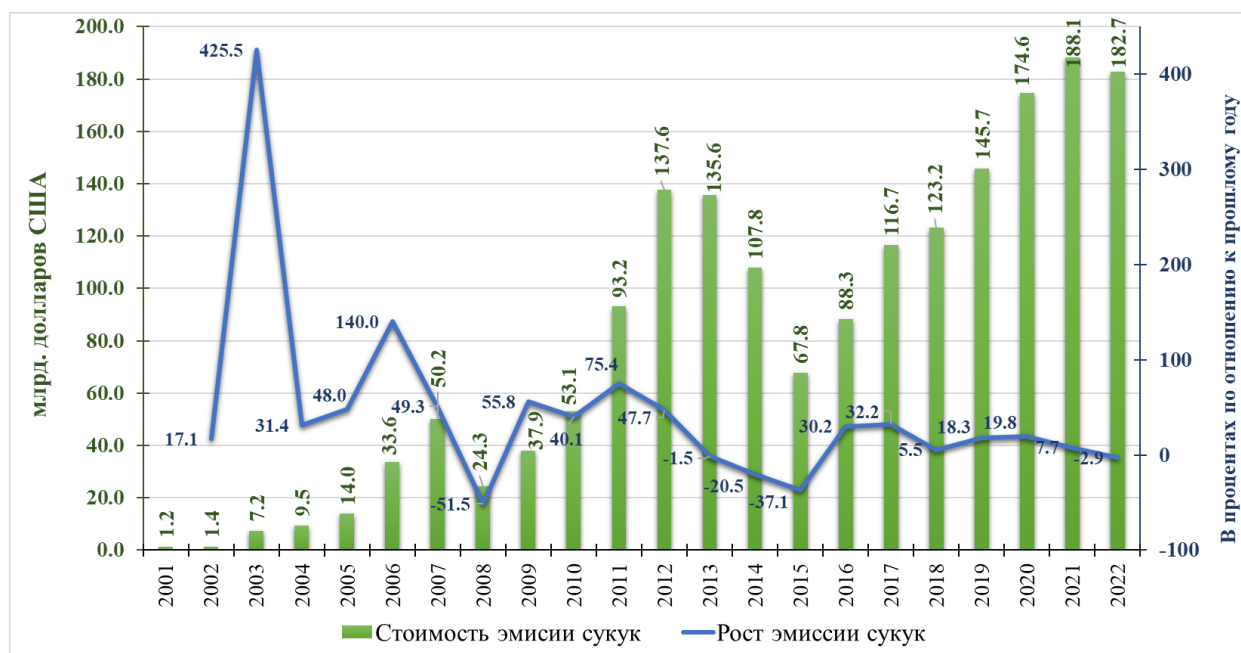


Рисунок 4. Динамика объёмов эмиссии сукук⁴³

⁴³ IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2023, 12th edition. p29.

Сукук начал бурно развиваться только в XXI веке и определенный рост наблюдается в последние 20 лет. Если в 2001 году сукук был выпущен на сумму в 1,2 млрд. долларов США, то в конце 2022 года объем выпущенного сукук составил 182,7 млрд. долларов США (рисунок 4). Следует отметить, что 2021 год стал годом, когда было выпущено наибольшее количество сукук, составившее сумму в 188,1 млрд. долларов США. В целом к концу 2022 года эмиссия сукук была произведена на сумму около 1,8 трлн. долларов США. Эти данные показывают, что крупные инвестиции привлекались посредством выпуска сукук каждый год в течение последних двух десятилетий. Хотя темпы роста различаются, реализация ежегодной эмиссии означает, что существует устойчивый спрос на сукук.

Если проанализировать эмиссию сукук по организационно-правовой форме эмитента, то можно заметить, что основную часть составляют эмиссии, выпущенные государством. На долю государственных сукук в 2001-2022 годы пришлось 55,3% от общего объема эмиссии (рисунок 5). В начале периода приоритет имели корпоративные сукук, а с 2008 года их доля снизилась, уступив место государственным сукук.

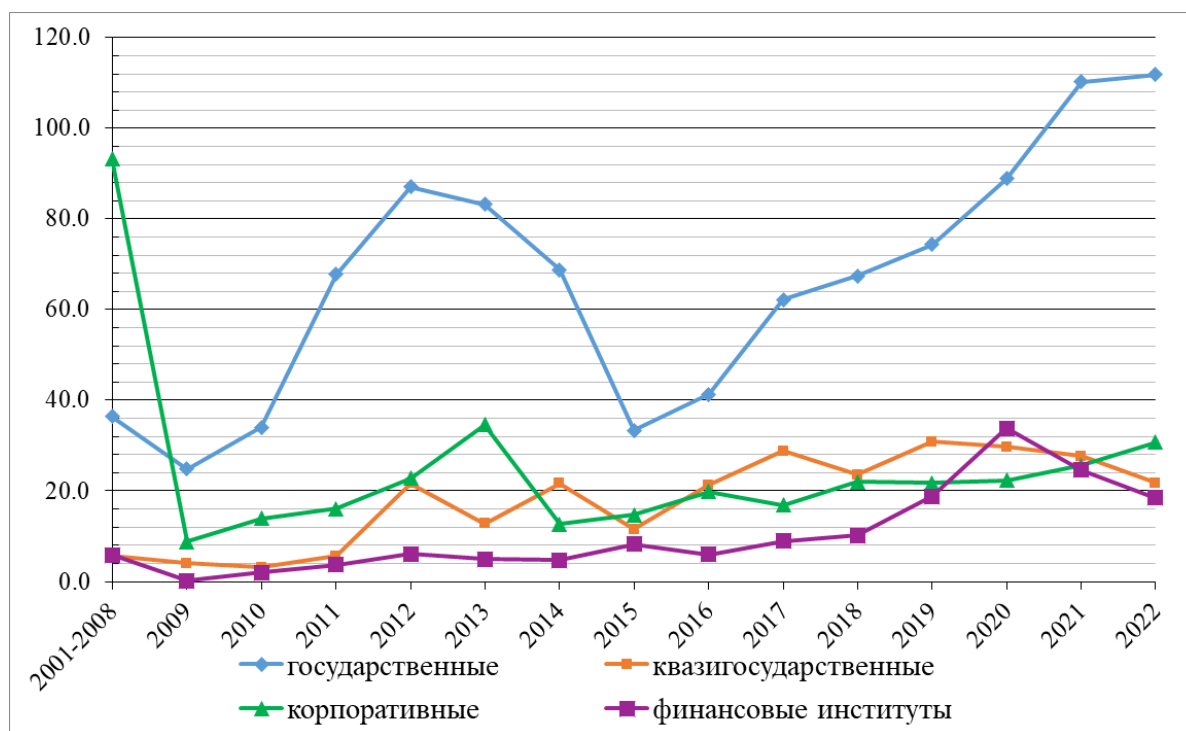


Рисунок 5. Динамика объема выпуска сукук в зависимости от организационно-правовой формы эмитентов (млрд. долларов США)⁴⁴

В структуре эмиссии 2022 года 61,2% выпуска составили государственные, 16,8% - корпоративные, 11,9% - квазигосударственные и 10,1% сукук финансовых учреждений, совокупная доля государственных и квазигосударственных сукук составляет 78,0%. Данная ситуация показывает, что через сукук эффективно привлекаются инвестиции в государственно-частное партнерство и проекты развития инфраструктуры. В период с 2001 по

⁴⁴ IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2023, 12th edition. pp 48-51.

2022 год были направлены инвестиции именно в подобные проекты на сумму, превышающую 1,3 трлн. долларов. Не следует забывать и о неэкономическом факторе успешного размещения ценных бумаг, выпущенных для финансирования социальных проектов.

С 2015 года объем сукук в обращении увеличивается за счет увеличения выпуска долгосрочных сукук. В последние годы Малайзия, Индонезия и Саудовская Аравия выпускают на международном рынке долгосрочные сукук со сроком погашения от 15 до 30 лет. На местном рынке Малайзия выпускает сукук сроком от 15 до 50 лет. Сукук даже на срок 98 и 100 лет были выпущены для внутреннего рынка Малайзии.

Диаграмма на рисунке 6 показывает ситуацию с выпуском сукук по годам к концу 2022 года. Уменьшение в 2013-2014 годах является следствием мирового финансово-экономического кризиса, начавшегося в 2007 году. В 2008-2009 годах было выпущено меньше сукук, чем в предыдущие годы. Кроме того, на снижение сукук в обращении к 2014 году повлияли такие факторы, как то, что более половины выпущенных в 2009-2014 годах сукук были краткосрочными (до 1 года). С 2015 года изменение конъюнктуры рынка, связанное с выпуском долгосрочных сукук, повлияло на увеличение сукук в обращении. По итогам 2022 года в обращении остаются сукук на сумму 794,1 млрд. долларов США.

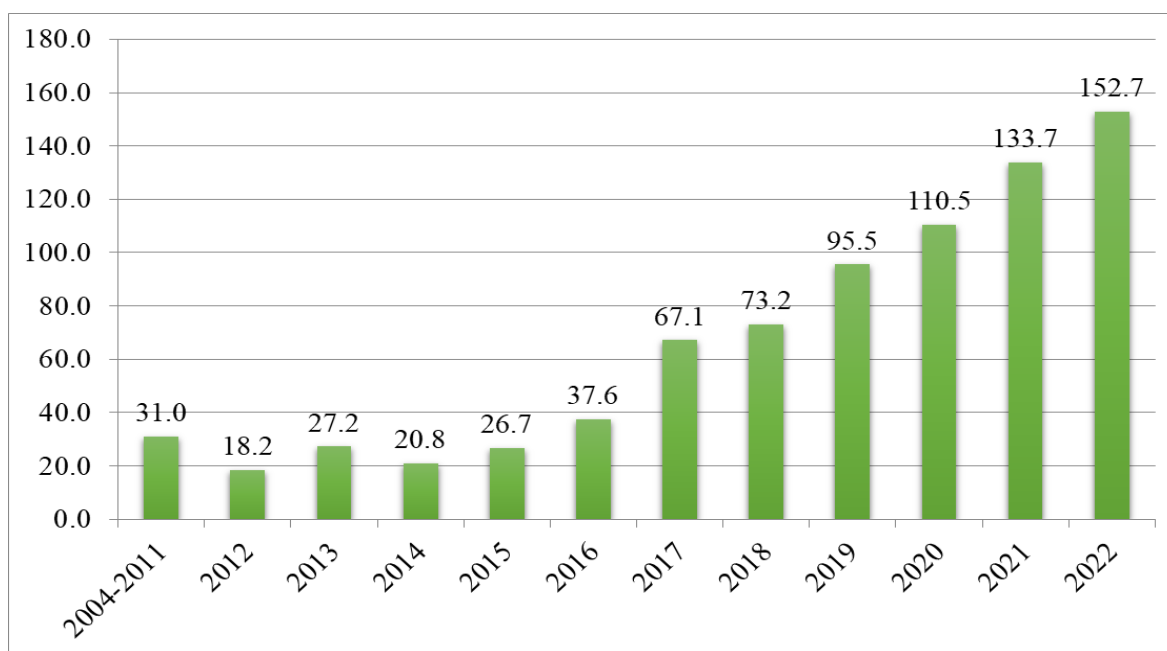


Рисунок 6. Объем сукук в обращении (млрд. долларов США)⁴⁵

В последний год изучаемого периода большая часть сукук в обращении, то есть более 70 процентов, приходится на проекты, находящиеся под влиянием государства. Это показывает большую потребность в государственных проектах и поддержке государственной политики рынком сукук. 29 процентов сукук, находящихся в обращении, полностью принадлежит частному сектору. Это означает, что спрос инвесторов на корпоративные эмиссии относительно слаб.

⁴⁵ IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2023, 12th edition. p101.

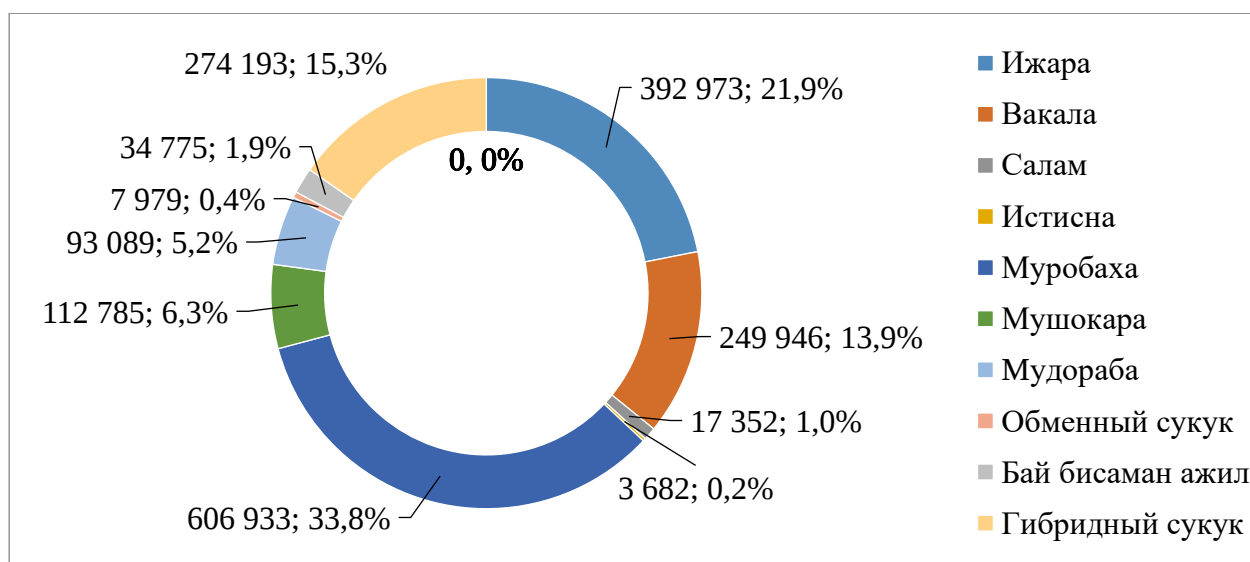


Рисунок 7. Эмиссия сукук по видам в 2001-2022 годах (млн. долларов США)⁴⁶

В мире стали популярны виды сукук, которые имеют меньший уровень риска и могут быть оценены с большей точностью, чем раньше, причем наибольшее преимущество принадлежит сукук-муробаха (рисунок 7). Начиная с 2001 года и до конца 2022 года выпущено сукук-муробаха стоимостью 606,9 млрд. долларов США, и совокупные сукук, эмитированные в мире по настоящий день, составили 33,8 процентов. Следующий вид сукук по объему эмиссии - это ижара-сукук стоимостью почти 393,0 млрд. долларов США. Эмиссия осуществлялась в долларах США. Данный показатель сформировал 21,9 процента мирового выпуска сукук.

Таблица 3

Эмиссия муробаха сукук в соответствии с организационно-правовой формой эмитентов в 2001-2022 годах (млн. долларов США)⁴⁷

Организационно-правовая форма эмитента	Международный	Местный	Всего
Государственная	397	427 212	427 609
Квазигосударственная	927	65 757	65 684
Корпоративная	6 708	83 717	90 425
Финансовые институты	3 508	19 706	23 215
Всего	11 541	595 392	606 933

Крупнейший в мире эмитент муробаха сукук основном выпускает для внутреннего рынка (таблица 3). Объем муробаха-сукук, выпущенных для местного рынка, составляет 98 процентов от общего количества муробаха-сукук. Государство является доминирующим участником выпуска этого типа сукук. Местные муробаха-сукук, выпущенные государством, составляют почти 72 процента от общего количества местных муробаха-сукук, и

⁴⁶ Подготовлено автором на основе данных IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2023.

⁴⁷ Подготовлено автором на основе данных IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2022.

70 процентов от общего количества сукук муробаха, то есть почти четверть от общего количества сукук. Это свидетельствует о том, что привлекать средства на государственные проекты с внутреннего рынка по принципу муробаха удобно и эффективно.

Структура ижара-сукук, которая по объему выпуска стоит после муробаха-сукук, аналогична структуре муробаха-сукук, как показано выше (таблица 4). В большинстве случаев ижара-сукук выпускаются и для местного рынка, то есть этот показатель составляет 75 процентов от общего объема выпуска арендных сукук. Ижара-сукук также широко используется при финансировании государственных проектов. В 2001-2022 года государственными организациями выпущен сукук для местного рынка на сумму 226 млрд.долларов США. Эта стоимость составляет почти 76,8 процента от общего объема ижара-сукук внутри страны, более 57,5 процента от общего объема ижара-сукук и более 12,6 процента от общего объема сукук.

Таблица 4

Эмиссия ижара сукук в соответствии с организационно-правовой формой эмитентов в 2001-2022 годах (млн. долларов США)⁴⁸

Организационно-правовая форма эмитента	Международный	Местный	Всего
Государственная	61 205	226 064	287 269
Квазигосударственная	10 200	7 160	17 360
Корпоративная	23 610	39 911	63 521
Финансовые институты	3 597	21 226	24 823
Всего	98 612	294 361	392 973

При выпуске сукук государственные организации в основном обращаются к муроба и ижара сукук. 43,1 процента выпущенных государством сукук были выпущены по принципу муробаха, общая стоимость которых составляет 427,6 млрд. долларов США. Ижара-сукук составляют 29,0 процента и имеют стоимость 287,3 млрд. долларов США.

В четвертой главе диссертации **“Приоритетные направления формирования экосистемы исламского рынка капитала в Узбекистане”** изучены методические подходы, основанные на зарубежном опыте формирования исламского рынка капитала в Узбекистане, методологические проблемы внедрения изучены институты и инструменты исламского рынка капитала в Узбекистане, а также раскрыта методология постепенного формирования исламского рынка капитала в Узбекистане.

В связи с тем, что Малайзия приступила к развитию исламского рынка капитала как отдельной системы и рынка, а также ввиду того, что в этой стране накоплен большой опыт, целесообразно глубже изучить опыт Малайзии в формировании исламского рынка капитала.

Отдельно следует отметить, что при изучении опыта Малайзии важно обратить особое внимание на этапы становления исламского рынка капитала,

⁴⁸ Подготовлено автором на основе данных IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2022.

регулятивную деятельность и правовые основы, а также изучение механизмов и методологии работы финансовых инструментов в соответствии с шариатом по международным стандартам.

Комиссия по ценным бумагам Малайзии является органом, ответственным за развитие рынка капитала, особенно рынка исламского капитала⁴⁹. Деятельностью комиссии руководит ее председатель, назначаемый через Наблюдательный совет. Структура Наблюдательного совета определена в составе 9 человек. Члены Совета назначаются Министерством финансов Малайзии. В комиссии есть отдельный отдел шариата и отдел развития рынка исламского капитала для развития методологии и рынка исламских ценных бумаг. Кроме того, в рамках Комиссии сформирован независимый шариатский консультативный совет для ответа на вопросы, возникающие по исламским ценным бумагам в соответствии с шариатом, и решения проблемных ситуаций. Совет проводит проверки на соответствие выпущенных исламских ценных бумаг принципам исламского финансирования, а Комиссия вносит предложения по деятельности исламского рынка капитала, публикует через определенные промежутки времени список ценных бумаг, соответствующих принципам исламского финансирования. Шариатский консультативный совет действует с 1996 года и является верховным комитетом страны по вопросам исламского рынка капитала.

В период продолжения реформ, направленных на развитие экономики нашей страны, важную роль играет эффективное привлечение финансовых ресурсов для их реализации. Одним из удобных способов привлечения финансовых ресурсов является выпуск ценных бумаг. В условиях Узбекистана эффективность привлечения капитала через ценные бумаги считается относительно низкой. Принимая данный факт во внимание, за прошедший период было принято несколько важных постановлений по развитию рынка капитала.

В Указе №УП-6207 устанавливается внедрение облигаций “Сукук” на принципах исламского финансирования в соответствии с пунктом 6 “Дорожной карты” для реализации программы развития рынка капитала в 2021-2023 годах. В целях реализации данной задачи в рамках соглашения о технической помощи с Министерством финансов, Исламским банком развития и Программой развития ООН по внедрению облигаций “Зеленый сукук” в Узбекистане в настоящее время совместно с международными и местными консультантами (“White&Case” и “Azizovs&Partners”) готовятся изменения и дополнения в законодательство.

13 апреля 2021 года в соответствии с вышеуказанным Указом было принято Постановление Президента Республики Узбекистан №ПП-5073 “О мерах по дальнейшему совершенствованию системы регулирования рынка капитала”. Важнейшим аспектом решения стала ликвидация Агентства развития рынка капитала. В структуре Министерства финансов взамен ликвидированного ведомства создан департамент развития рынка капитала.

27 февраля 2023 года Указом Президента Республики Узбекистан №УП-27 “О Государственной программе реализации Стратегии развития

⁴⁹ <https://www.sc.com.my/about/about-the-sc>

Нового Узбекистана на 2022-2026 годы в “Год заботы о человеке и качественного образования”, в программе утверждены 100 целей по 7 направлениям. В целях увеличения финансовых ресурсов в экономике в качестве 27-й цели определено доведение оборота фондового рынка с 200 млн. долларов США до 7 млрд. долларов США в ближайшие 5 лет. Для достижения этой цели упор был сделан на приватизацию государственной собственности через рынок капитала. Предложения по внедрению исламских инструментов рынка капитала на рынок капитала Узбекистана, являющиеся объектом исследования, важны тем, что полностью соответствуют этим пунктам.

Одной из основных причин формирования исламского рынка капитала является эффективное направление средств инвесторов, не использующих традиционные ценные бумаги, в соответствии с принципами исламского финансирования. Эти инструменты, считающиеся альтернативой банковским продуктам, хорошо зарекомендовали себя на мировом опыте и постоянно развиваются. Это полностью соответствует цели 27 Приложения к Указу Президента Республики Узбекистан от 27 февраля 2023 года №УП-27 “О Государственной программе реализации Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы в “Год заботы о человеке и качественного образования”.

Мы считаем целесообразным введение дуалистического рынка капитала в Узбекистане путем внедрения экосистемы исламского рынка капитала. Для того чтобы любая новая система работала эффективно, она должна иметь прочную правовую основу.

В Узбекистане приняты нормативно-правовые документы по регулированию рынка капитала. Среди них Законы Республики Узбекистан “О фондовом рынке” и “О защите прав акционерных обществ и акционеров”, а также правила эмиссии ценных бумаг и государственной регистрации эмиссии ценных бумаг. Однако, согласно данному законодательству, оснований для работы инструментов исламского рынка капитала недостаточно.

По результатам изучения законодательства Узбекистана, хотя выпуск сукук и возможен на основании определенных требований с юридической точки зрения, на практике это остается практически невозможным. Для этого необходимо внести в законодательство следующие изменения и дополнения, направленные на смягчение правовых аспектов внедрения сукук в экономику Узбекистана и внедрение понятия сукук:

Во-первых, внедрение механизма применения к инициатору выпуска сукук текущей годовой рентабельности и других требований к эмитенту корпоративных облигаций с учетом участия SPV в качестве эмитента (при создании обособленной компании) и основной компании в качестве инициатора эмиссии.

Во-вторых, в качестве гарантии прав инвесторов, для обеспечения полного исполнения обязательств эмитента перед владельцами инициаторов сукук.

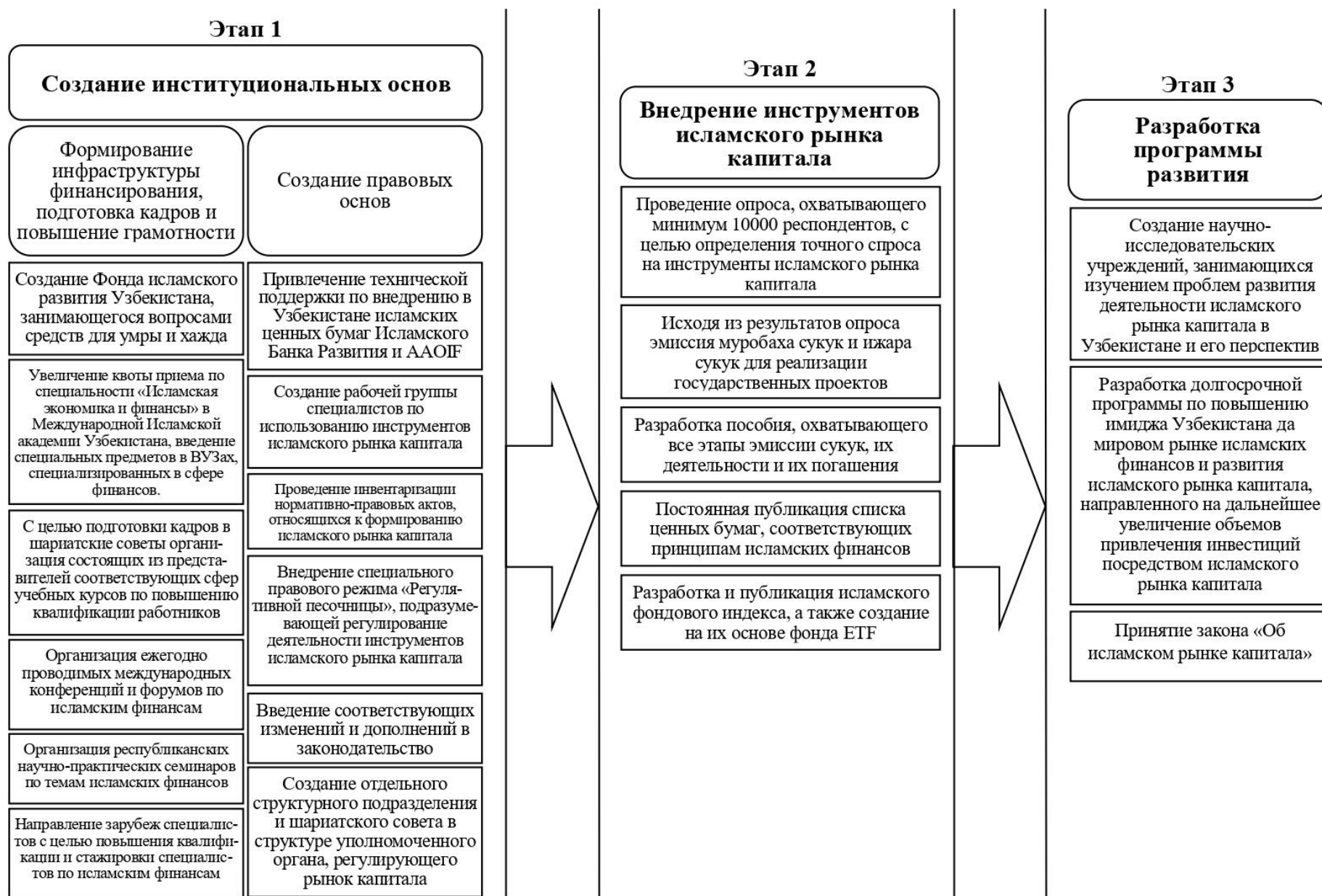


Рисунок 8. Этапы методологии формирования экосистемы исламского рынка капитала в Узбекистане⁵⁰

⁵⁰ Разработка автора

В-третьих, включить в законодательство сукук в качестве вида облигаций и отражение видов сукук.

В-четвертых, введение понятия Шариатского совета и определение его правового статуса. Возложение на эмитента сукук обязательства создать шариатский совет.

С учетом предложенных изменений и дополнений мудораба сукук станет наиболее удобным финансовым инструментом как для эмитента, так и для инвестора. По разным данным, в среднем 90 процентов населения Узбекистана являются мусульманами, а это означает, что на рынке капитала существует спрос на исламские принципы. Однако недостаточный уровень грамотности населения и нехватка специалистов в этой области являются основными препятствиями для развития сектора исламских ценных бумаг. Эти проблемы требуют формирования экосистемы исламского рынка капитала в Узбекистане в несколько этапов (рисунок 8).

Изучив опыт Малайзии и других зарубежных стран, а также условия нашей страны относительно формирования, тенденций развития и текущей деятельности экосистемы исламского рынка капитала, формирование экосистемы исламского рынка капитала на рынке капитала Узбекистана предлагаем реализовать в три этапа и утвердить эти этапы Постановлением Президента Республики Узбекистан.

Из опыта стран с дуалистической финансовой системой известно, что исламские финансы начались с создания различных пожертвований и благотворительных фондов. В нашей стране осуществляет свою деятельность вакуфный фонд. За счет расширения деятельности этого фонда, введения деятельности по сбору средств на хадж и умру, а также создания нового Фонда исламского развития Узбекистана система перераспределения финансовых ресурсов населению, нуждающемуся в социальной помощи, получит дальнейшее развитие и появится возможность получения ресурсов для будущей исламской финансовой системы.

Из опыта Малайзии отмечается, что фонд, аккумулирующий средства на хадж и умру, оказался весьма эффективным.

Процесс подготовки кадров является долгосрочным процессом. По этой причине важно увеличить квоту по специальности “Исламская экономика и финансы” в высших учебных заведениях и включить предметы, связанные с исламскими финансами, в другие направления, специализирующиеся в сфере финансов. Это будет самым необходимым фактором в обеспечении местных кадров высоким потенциалом для будущего развития.

Имеется возможность расширения возможности эффективного использования зарубежного опыта путем проведения консультаций по формированию исламского рынка капитала в Узбекистане с Исламским банком развития или Организацией бухгалтерского учета и аудита исламских финансовых институтов (AAOIFI), а также привлечения технического содействия.

В целях проверки эмиссии сукук на рынке капитала в соответствии с принципами исламских финансов и контроля его деятельности, следующим

важным шагом является создание в рамках уполномоченного органа по регулированию рынка капитала в Узбекистане отдельного структурного подразделения, занимающегося деятельностью на исламском рынке капитала, и создание при этом органе республиканского шариатского совета.

Кроме того, подготовленные предложения могут быть использованы в указе Президента Республики Узбекистан “О Стратегии Узбекистана – 2030”. Данный факт ускорит внедрение новых финансовых инструментов на рынок капитала Узбекистана.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенные научные исследования и анализ стали причиной разработки многих выводов для нашей исследовательской работы.

Исламский рынок капитала выделяется как особая финансовая система, глубоко укорененная в необходимости этического финансирования и соблюдения шариата. Он придерживается этических принципов, которые запрещают проценты и инвестиции в такие отрасли, как алкоголь, азартные игры и продукты, связанные со свининой. Суть рынка заключается в предоставлении инвесторам этических и соответствующих шариату инвестиционных возможностей, соответствующих их убеждениям.

Основа институциональной структуры экосистемы исламского рынка капитала определяется наличием и эффективностью регулирующих органов. Эти организации играют важную роль во внедрении принципов исламских финансов и служат обеспечению целостности и стабильности рынка. Такие организации определяют и обеспечивают соблюдение рыночных правил, стандартов и лицензионных требований для участников рынка.

Предлагая инвестиционные возможности, соответствующие принципам исламского финансирования, такие как сукук и исламские акции, рынок исламского капитала привлекает широкий круг инвесторов. Это разнообразие помогает странам снизить свою зависимость от традиционных финансовых систем и отраслей, тем самым снижая экономическую уязвимость в периоды нестабильности на мировых рынках.

Научные исследования показывают, что исламский рынок капитала играет важную роль в распределении средств на критически важные инфраструктурные проекты. Выпуская сукук, страны финансируют важную деятельность в таких областях, как транспорт, энергетика и здравоохранение. В результате улучшения инфраструктурного потенциала, создания рабочих мест и предоставления государственных услуг повышается общее благосостояние граждан.

Индексы исламских фондов играют важную роль в обеспечении доверия инвесторов. В соответствии с принципами шариата и строгими критериями проверки эти индексы исключают компании, занимающиеся ненадлежащей деятельностью. Инвесторы рассматривают исламские фондовые индексы как надежные показатели соблюдения этических норм компаниями.

Исламские фондовые индексы более устойчивы к внешним потрясениям, чем традиционные фондовые индексы. Это отражается как на мировых фондовых индексах, так и на региональных фондовых индексах. В развитии фондового рынка страны и поддержке конкуренции большое значение имеет формирование экосистемы исламского рынка капитала и создание на нем инструментов исламских фондовых индексов.

Учитывая спрос на исламские финансовые инструменты в Узбекистане и удобство фондовых индексов для миноритарных инвесторов, в нашей стране целесообразно внедрение исламских фондовых индексов, имеющих низкий уровень риска.

Крупнейший в мире эмитент муробаха сукук в основном выпускается для местного рынка. Объем муробаха сукук, выпущенных для местного рынка, составляет 98 процентов от общего количества муробаха сукук. Государство является доминирующим участником выпуска этого вида сукук. Местные сукук муробаха, выпущенные государством, составляют почти 72 процента от общего количества местных сукук муробаха, и 70 процентов от общего количества сукук муробаха, то есть почти четверть от общего количества сукук.

Страны, внедрившие инструмент сукук, учитывая внутренний спрос страны, достигают привлечения дополнительных инвестиций в экономику. Хотя основной объем соответствует вкладу стран с большим населением мусульман, наличие среди стран-эмитентов стран с небольшим населением мусульман означает, что этот инструмент можно эффективно использовать в любой экономике. Мы считаем, что этот инструмент, который эффективно используется в мире, в Республике Узбекистан пользуется большим спросом.

Формируя экосистему исламского рынка капитала, мы пришли к выводу, что дуалистическая система подходит для нашей страны. Можно считать, что опыт Малайзии и Турции является наиболее приемлемым в решении организационно-правовых вопросов. Для принципов работы прямых инструментов исламского рынка капитала следует использовать стандарты организации AAOIFI, которые были рассмотрены в параграфах диссертации.

По результатам изучения законодательства Узбекистана, хотя выпуск сукук и возможен на основании определенных требований с юридической точки зрения, на практике это остается практически невозможным. Это требует внесения ряда изменений и дополнений в законодательство, направленных на облегчение правовых аспектов внедрения экосистемы исламского рынка капитала в экономику Узбекистана.

Изучив опыт Малайзии и других зарубежных стран и условия нашей страны относительно формирования, тенденций развития и текущей деятельности экосистемы исламского рынка капитала, мы предлагаем реализовать формирование экосистемы исламского рынка капитала на рынке капитала Узбекистана в три этапа и утвердить данные этапы постановлением Президента Республики Узбекистан.

**SCIENTIFIC COUNCIL AWARDING OF THE SCIENTIFIC DEGREES
№DSc.03/10.12.2019.I.16.01 AT THE TASHKENT STATE UNIVERSITY
OF ECONOMICS**

**RESEARCH CENTER “SCIENTIFIC FOUNDATIONS AND PROBLEMS
OF DEVELOPMENT OF THE ECONOMY OF UZBEKISTAN” AT THE
TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS**

ABROROV SIROJIDDIN ZUKHRIDDIN UGLI

**METHODOLOGICAL FOUNDATIONS FOR THE FORMATION OF THE
ISLAMIC CAPITAL MARKET ECOSYSTEM IN UZBEKISTAN**

08.00.07 – Finance, money circulation and credit

**ABSTRACT
of the dissertation of Doctor of Science (DSc) in Economics**

Tashkent – 2024

The topic of doctoral dissertation (DSc) was registered under the number B2024.1.DSc/Iqt406 at the Supreme Attestation Commission.

The dissertation has been accomplished at the Research Center "Scientific Foundations and Problems of Development of the Economy of Uzbekistan" at the Tashkent State University of Economics.

The abstract of dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian and English (resume)) on the website of the Scientific Council (www.tsue.uz) and on the website of «Ziynet» informational and educational portal (www.ziynet.uz).

Scientific consultant:

Valiyev Bobur Batirovich

Doctor of Economics, Senior Research Fellow

Official opponents:

Kuzieva Nargiza Ramazonovna

Doctor of Economics, Professor

Nurislam Tokhliyev

Doctor of Economics, Academic

Tursunov Anvar Sultanovich

Doctor of Economics

Leading organization:

Graduate School of Business and Entrepreneurship under the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan

The defense of the dissertation will take place on 12 «5», 2024 at 10⁰⁰ at the meeting of the scientific council №DSc.03/10.12.2019.I.16.01 awarding for the scientific degrees at Tashkent State University of Economics. Address: 100003, Tashkent city, I Karimov street, building 49, phone: (99871) 239-28-72; fax: (99871) 239-43-51, e-mail: info@tsue.uz

The doctoral dissertation (DSc) can be reviewed at the Information Resource Center of Tashkent State University of Economics (registered under the number 1536 Address: 100066, Tashkent city, I Karimov street, building 49, phone: (99871) 239-28-72; fax: (99871) 239-43-51, e-mail: info@tsue.uz

The abstract of dissertation sent out on «18» 11 2024.
(mailing report № 73 on «18» 11 2024).



S.U. Mekhmonov

Chairman of the scientific council for awarding scientific degrees, Doctor of Economics, Professor

U.V. Gafurov

Secretary of the scientific council for awarding scientific degrees, Doctor of Economics, Professor

S.K. Khudoykulov

Chairman of the scientific seminar under the scientific council for awarding scientific degrees, Doctor of Economics, Professor

INTRODUCTION (abstract of the thesis of the of Sciences (DSc) on Economic Sciences)

The aim of the research work is to develop scientific proposals and recommendations aimed at the methodological foundations for formation of an ecosystem of the Islamic capital market in Uzbekistan.

The tasks of the research work are:

working out theoretical and methodological approaches based on the analysis of the fundamentals of the Islamic capital market;

analyzing significance of the Islamic capital market in the economies of countries;

by studying Islamic stock indices on stock markets, determining the level of their tolerance to external shock factors;

analyzing development trends and the current state of the financial instrument sukuk;

investigating the best practices of foreign countries in the formation of the Islamic capital market and the development of the sukuk market;

developing scientifically based proposals and recommendations aimed at the formation of the ecosystem of the Islamic capital market in Uzbekistan.

The object of the research work is the instruments and institutions of Islamic capital markets.

The subject of the research work is the economic relations that arise in the process of forming the ecosystem of the Islamic capital market.

The scientific novelty of the research work, consisting of the following:

in accordance with the methodological approach, the economic essence of the concept of “formation of the ecosystem of the Islamic capital market” has been improved through scientific substantiation of the necessary significance as an institutional basis for this process at the macro level - centralized and at the micro level - of the Sharia council of Islamic financial institutions from the standpoint of the behavior of market participants;

in accordance with the description of the discrepancy between financial instruments and the principles of Islamic finance, the proposal for the targeted direction of unused financial resources to economic and social projects by forming an Islamic capital market has been substantiated;

under conditions of global financial instability, in order to reduce the high risk of investors in traditional stock indices, it is proposed to use indices of Islamic funds, which are more resistant to financial crises due to the absence of such elements as ribo, maisir and gharar;

when attracting investments to Uzbekistan based on the principles of Islamic finance, the use of such sukuk as ijara and murobaha, which allow the issuer to determine the rent and debt in advance, as well as to forecast its income with a high degree of accuracy based on the amount of debt to the issuer, has been justified;

the methodological foundations for the formation of the ecosystem of the Islamic capital market in Uzbekistan have been improved by organizing the process of attracting technical support from the Islamic Development Bank for the purpose of

successfully implementing and developing the sukuk instrument at its initial stage in the form of cooperation within the framework of “IDB – UN – National Regulator”.

Scientific and practical significance of the research work. The scientific significance of the research results is justified by the fact that the developed proposals serve to develop priority areas for the development of the capital market in Uzbekistan, as well as the implementation of the research on the prospects for introduction of the Islamic capital market ecosystem.

The practical significance of the research results lies in the possibility of using the developed recommendations in developing a strategy for the development of the capital market, as well as in the adoption of laws and by-laws, decrees, regulations and orders of the President of the country, decrees and decisions of the Cabinet of Ministers. As well as other regulatory acts in order to attract and place free funds of foreign investors, economic entities, financial institutions and the population.

Implementation of the research results. In reliance upon research, methodical and practical recommendations developed on the mechanism for the formation of an ecosystem of the Islamic capital market in Uzbekistan:

theoretical and methodological materials on improvement in accordance with the methodological approach of the economic essence of the concept of “formation of the ecosystem of the Islamic capital market” through scientific substantiation of the necessary significance as an institutional basis for this process at the macro level - centralized and at the micro level - the Sharia council of Islamic finance institutions from the position of the behavior of market participants, have been used in the development of the textbook “Property Management and Planning”, recommended for students of higher educational institutions in the field of education 70411101 - “Islamic Economics and Finance” (order №314 of the Ministry of Higher Education, Science and Innovation of the Republic of Uzbekistan dated July 17, 2023). Introduction of this research novelty into practice became the methodological basis for the formation of students of higher educational institutions with broader theoretical knowledge and skills regarding the economic meaning of the concepts of “Sharia councils” and their significance in the financial market;

the proposal for the targeted allocation of unused financial resources to economic and social projects by forming an Islamic capital market in accordance with the description of the non-compliance of financial instruments with the principles of Islamic finance, has been reflected in the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 №PD-6207 “On measures for the further development of the capital market” (reference №06/33-4-20806 of the Ministry of Economy and Finance of the Republic of Uzbekistan dated October 7, 2024). As a result of the implementation of this research proposal, the second main direction of capital market development is to increase the convenience of the capital market for all categories of investors through the use of advanced approaches that have been successfully tested abroad;

with the aim of reducing the high risk of investors in traditional stock indices, the proposal to use Islamic fund indices, which are more resilient to financial crises due to the absence of elements such as ribo, maysir and gharar against the backdrop of global financial instability, has been reflected in the Decree of the President of the

Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 № PD-6207 “On measures for the further development of the capital market” (reference №06/33-4-20806 of the Ministry of Economy and Finance of the Republic of Uzbekistan dated October 7, 2024). As a result of the implementing this scientific proposal, the basis for increasing the number of investors in the capital market, diversifying the types of existing securities and forming new factors of competition has been created;

when attracting investments to Uzbekistan based on the principles of Islamic finance, the proposal to use sukuk such as ijara and murobaha, which allow the issuer to determine rent and debt in advance, as well as to forecast its income with a high degree of accuracy based on the amount of debt to the issuer, has been reflected in the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 8, 2022 №PD-101 “On the next reforms to create conditions for stable economic growth by improving the business environment and developing the private sector” (reference №06/33-4-20806 of the Ministry of Economy and Finance of the Republic of Uzbekistan dated October 7, 2024). As a result of implementing this research proposal, new opportunities have been created for the development of various segments of the financial market, attracting additional investments and developing the service sector through further liberalization of the capital market;

the proposal to improve the methodological foundations for the formation of the ecosystem of the Islamic capital market in Uzbekistan by organizing the process of attracting technical support from the Islamic Development Bank for the purpose of successfully implementing and developing the sukuk instrument at its initial stage in the form of cooperation within the framework of “IDB – UN – National Regulator”, has been put into practice in the activities of the representative office of the Islamic Development Bank in Uzbekistan (reference №FR-UZ/11-22 of the representative office of the Islamic Development Bank in Uzbekistan dated November 22, 2023). The practical implementation of this scientific proposal contributed to the signing of an agreement between the Capital Market Development Agency, the United Nations Development Programme and the Islamic Development Bank, which provided technical assistance in the amount of 220000 USD.

Evaluation of the research results. The research results have been discussed at 7 republican and 7 international scientific and practical conferences.

Publication of the research results. On the topic of the thesis totally 33 research papers have been published, including 2 scientific monographs, 17 articles in the scientific journals recommended by the Supreme Attestation Commission for publishing the main results of the doctoral dissertations including 6 articles in the reputable foreign journals.

Structure and volume of the research. The research structure includes introduction, four chapters, conclusion, a list of literature used and annexes. The volume of the research consists of 216 pages.

E'LON QILINGAN ISHLAR RO'YXATI
SPISOK OPUBLIKOVANNYKH RABOT
LIST OF PUBLICATIONS

I bo'lim (I часть; I part)

1. С.Аброров. Ўзбекистонда рақамли иқтисодиётни шакллантириш шароитида сукукларни жорий этиш истиқболлари. Монография. –Т.: Тошкент давлат иқтисодиёт университети ҳузуридаги “Ўзбекистон иқтисодиётини ривожлантиришнинг илмий асослари ва муаммолари” илмий-тадқиқот маркази. 2020. 108 бет. ISBN 978-9943-6532-8-3.

2. S.Abrorov. Islom kapital bozori ekotizimini shakllantirish istiqbollari. Monografiya. –Т.: Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti huzuridagi “O‘zbekiston iqtisodiyotini rivojlantirishning ilmiy asoslari va muammolari” ilmiy-tadqiqot markazi. 2024. 174 b. ISBN 978-9910-664-33-5.

3. С.Аброров. Жаҳон мамлакатларида сукук бозори ривожланишининг таҳлили. “Иқтисодиёт ва таълим” илмий журнали, №5, 2021 й. 250-255 бетлар. (08.00.00; №11).

4. S.Abrorov. Analysis of the Sukuk Market Development in the Countries of The World. Journal of Economics, Finance and Management Studies. 2021, Volume 4, Issue 12, pp. 2498-2503. (№12 Index Copernicus; №14 ResearchBib; №15 DRJI; №16 CiteFactor; №23 SJIF; №35 CrossRef).

5. S.Abrorov, Sh.Adxamjonov. Dualistik moliya tizimiga ega mamlakatlarda islom moliyasining tahlili. “Логистика ва иқтисодиёт” илмий электрон журнали, №3, 2022 й. 250-255 бетлар. (27.02.2021-й., №293/6).

6. С.Аброров. Сукук – исломий қимматли қоғозлар ривожланишининг 2021 йил якунларига кўра таҳлили. “Иқтисодиёт ва таълим” илмий журнали, №6, 2022 й. 258-263 бетлар. (08.00.00; №11).

7. S.Abrorov. Sukuk bozorini rivojlantirish bo'yicha xorijiy mamlakatlarning ilg'or tajribalari. “Iqtisodiy taraqqiyot va tahlil” ilmiy elektron jurnal, 2023-yil 1-son (may) 13-20-betlar. (№14 ResearchBib).

8. S.Abrorov. Malayziya iqtisodiyotida islom kapital bozori ahamiyatining tahlili. Yashil iqtisodiyot va taraqqiyot. 2023-yil 8-son 238-242-betlar. (28.02.2023-y., №333/5).

9. S.Abrorov. Islom fond indekslarining mamlakat moliya bozori uchun ahamiyati. Хоразм Маъмун академияси ахборотномаси: илмий журнал.-№9/2 5-10 бетлар. (08.00.00; №21).

10. S.Abrorov. Jahonda islom moliyasining rivojlanish tendensiyasi. Sukuk bozorini rivojlantirish bo'yicha xorijiy mamlakatlarning ilg'or tajribalari. “Iqtisodiy taraqqiyot va tahlil” ilmiy elektron jurnal, 2023-yil 5-son (sentabr) 18-24-betlar. (№14 ResearchBib, №15 DRJI, №23 SJIF, №35 CrossRef).

11. S.Abrorov. Integrating an alternative financial system into the traditional financial system (in case of islamic finance). International Journal of Progressive Research in Engineering Management and Science. Vol. 04, Issue 01, January 2024, pp:418-425. (№23 SJIF; №35 CrossRef).

12. S.Abrorov. Islom fond indekslarining an'anaviy fond indeksleri bilan tashqi shok omillar bo'yicha qiyosiy tahlili. "Iqtisodiy taraqqiyot va tahlil" ilmiy elektron jurnal, 2024-yil 2-son (fevral) 18-34-betlar.

13. С.Аббиров. Ислам молияси "Яширин" иқтисодийни камайитириш омили сифатида. "Яширин иқтисодийни камайитиришда рақамлаштиришнинг аҳамияти" мавзусидаги Республика илмий-амалий конференция материаллари тўплами. – Тошкент: "Akademiya" нашриёти, 2021. – 160-163 б.

14. С.Аббиров. Сукук бозори таҳлили янги марралар, янги иштирокчилар. "Yangi O'zbekistonda moliya-bank, byudjet-soliq, buxgalteriya hisobi va audit sohalarini yanada rivojlantirishning dolzarb masalalari". Xalqaro ilmiy-amaliy konferensiya maqolalar to'plami (2021-yil 25-noyabr). – T.: "IQTISODIYOT", 2021. – 94-96 b.

15. С.Аббиров. Зиёрат туризми хизматини кўрсатувчи субъектларнинг молиявий барқарорлигини таъминлашда исломий қимматли қоғозлардан фойдаланиш имкониятлари. "Ўзбекистонда МИСЕ туризмнинг ривожланиши: истиқболлари ва хориж тажрибаси" мавзусидаги халқаро илмий-амалий конференция материаллари. – Т.: ЎзХИА, 2022. – 161-164 б.

16. С.Аббиров. Жаҳонда сукук бозоридаги ривожланиш трендлари. "Moliya bozorini rivojlantirishning ustuvor yo'nalishlari, zamonaviy tendensiyalari va istiqbollari" mavzusidagi respublika ilmiy-amaliy konferensiyasi materiallari to'plami. T.: TDIU 2022. 755-757 b.

17. S.Abrorov. Sukuklar emissiyasining valyutalar kesimidagi taqsimoti. "Moliya bozorini rivojlantirishning ustuvor yo'nalishlari, zamonaviy tendensiyalari va istiqbollari" mavzusidagi II respublika ilmiy-amaliy konferensiyasi materiallari to'plami. T.: TDIU 2023. 410-411 b.

18. S.Abrorov. Distribution of sukuk issuance by currency. International Conference on Innovations in Applied Sciences, Education and Humanities. Hosted from Barcelona, Spain. April, 26th 2023. pp 60-63.

19. S.Abrorov. Jahon moliya bozorida muomaladagi sukuklar tahlili. "Milliy iqtisodiyotni isloh qilish va barqaror rivojlantirish istiqbollari" respublika ilmiy-amaliy konferensiyasi materiallari to'plami. –T.: TDIU 2023. – 142-144 b.

20. S.Abrorov. Ayrim mamlakatlarda sukuk emissiyasi tendensiyasi. "Islom investitsiya mahsulotlari: xususiyatlari va rivojlanish istiqbollari" mavzusidagi Xalqaro ilmiy-amaliy konferensiya materiallari to'plami. –T.: TDYU 2023. – 138-144 b.

21. S.Abrorov. Moliya tizimidagi yangi yondashuvlar. "Milliy iqtisodiyot raqobatbardoshligini oshirish aholi turmush darajasi barqarorligi omili" respublika ilmiy-amaliy konferensiyasi materiallari to'plami. –T.: TDIU 2023. – 143-147 b.

22. S.Abrorov. Malayziya uchun islom kapital bozori ahamiyati. "Kapital bozorini rivojlantirishning ustuvor yo'nalishlari, zamonaviy tendensiyalari va istiqbollari" mavzusidagi respublika ilmiy-amaliy konferensiyasi materiallar to'plami. –T.: TDIU 2023. 368-372 b.

II bo'lim (II часть; II part)

23. S.Abrorov, M.Sultanov. The analysis of world sukuk market. South Asian Journal of Marketing & Management Research. 2020, Volume 10, Issue 12, pp. 36-43. (№5 GIF; №15 DRJI; №23 SJIF).

24. С.Аброров, Ж. Имамназаров. Ислом молияси: Ўзбекистон учун янги имкониятлар. “Иқтисодиёт ва таълим” илмий журнаלי, №4, 2021 й. 146-159 бетлар. (08.00.00; №11).

25. С.Аброров, А.Ахмаджонов. Перспективы развития рынка фондов через исламские ценные бумаги в цифровой экономике. European Journal of Interdisciplinary Research and Development. 2022, Volume 9, pp. 141-151. (№23 SJIF).

26. S.Abrorov, J.Imamnazarov. Islamic finance: new prospects for Uzbekistan. International Scientific Research Journal. 2022, Volume 3, Issue 12, pp. 255-265. (№23 SJIF).

27. S.Abrorov, A.Axmadjonov. Fond bozorini rivojlantirishda islomiy qimmatli qog'ozlar istiqbollari. “Иқтисодиёт ва таълим” илмий журнаלי, №5, 2022 й. 177-183 бетлар. (08.00.00; №11).

28. S.Abrorov, B.Valiyev. Importance of islamic stock indices for the country's financial market. Spectrum Journal of Innovation, Reforms and Development. Volume 22, December, 2023. 48-60 pp. (№14 ResearchBib).

29. S.Abrorov, B.Usmonov. An'anaviy moliya tizimidagi yangi yondashuv va yechimlar. Yashil iqtisodiyot va taraqqiyot. 2023-yil 10-son 238-242-betlar. (28.02.2023-y., №333/5).

30. С.Аброров, Б.Валиев. Сукук бозори Ўзбекистон учун янги имкониятлар манбаи. “Молия-банк тизимида илм-фан, таълимнинг инновацион инфратузилмасини шакллантириш ва ривожлантиришда Тошкент молия институтининг ўрни (тошкент молия институтининг ташкил этилганлигининг 30 йиллигига бағишланади)” мавзусида республика миқёсида ўтказиладиган илмий-амалий анжуман материаллари тўплами –Т.: ТМИ., 2021. – 243-246 б.

31. С.Аброров, Н.Аллаберганова. Сукук инвестиция жалб қилишнинг янги омили сифатида. “Ўзбекистон Республикасининг ҳаракатлар стратегияси: макроиқтисодий барқарорлик, инвестицион фаоллик ва инновацион ривожланиш истикболлари” мавзусидаги IV халқаро илмий-амалий конференция материаллари. 3-шўба. ТДИУ, 2021 йил 26-27 май. – Т.: ООО “ZAMIN NASHR”, 2021. – 141-149 б.

32. S.Abrorov, J.Imamnazarov. Islamic fintech instruments: new opportunities for digital economy of Uzbekistan. The 5th International Conference on Future Networks and Distributed Systems (ICFNDS 2021), December 15, 16, 2021, Dubai, United Arab Emirates. ACM, New York, NY, USA, 5 pages.

33. S.Abrorov, A. Ahmadjonov. Prospects for the development of the fund market through islamic securities in the digital economy. The 6th International Conference on Future Networks & Distributed Systems (ICFNDS'22), December 15, 2022, Tashkent, TAS, Uzbekistan. ACM, New York, NY, USA, 7 pages.

Avtoreferat “Iqtisodiy taraqqiyot va tahlil” ilmiy elektron jurnali tahririyatida
tahrirdan o‘tkazildi

Bosishga ruxsat etildi: 18.11.2024
Bichimi: 60x84 1/8 “Times New Roman”
garniturada raqamli bosma usulda bosildi.
Shartli bosma tabog‘i 4,5. Adadi: 100. Buyurtma: № 48.

Toshkent to‘qimachilik va yengil sanoat instituti
bosmaxonasida chop etildi.
100100, Toshkent sh. Shohjahon ko‘chasi, 5-uy