

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ  
ХУЗУРИДАҒИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ  
DSc.03/30.12.2019.I.17.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**

---

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ ХУЗУРИДАГИ  
“ЎЗБЕКИСТОН ИҚТИСОДИЁТИНИ РИВОЖЛАНТИРИШНИНҒ  
ИЛМИЙ АСОСЛАРИ ВА МУАММОЛАРИ” ИЛМИЙ-ТАДҚИҚОТ  
МАРКАЗИ**

**АБРОРОВ СИРОЖИДДИН ЗУХРИДДИН ЎҒЛИ**

**ЎЗБЕКИСТОНДА СУКУК – ИСЛОМИЙ ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАРНИ  
ЖОРИЙ ЭТИШ ИСТИҚБОЛЛАРИ**

**08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит**

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) диссертацияси  
АВТОРЕФЕРАТ**

**Тошкент шаҳри – 2020 йил**

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси  
автореферати мундарижаси**

**Оглавление автореферата диссертации  
доктора философии (PhD) по экономическим наукам**

**Content of Dissertation Abstract of Doctor of Philosophy  
(PhD) on economical sciences**

<b>Аброров Сирожиддин Зухриддин ўғли</b> Ўзбекистонда сукук – исломий қимматли қоғозларни жорий этиш истикболлари.....	3
<b>Аброров Сирожиддин Зухриддин угли</b> Перспективы внедрения сукуков – исламские ценные бумаги в Узбекистане.....	25
<b>Abrorov Sirojiddin Zuxriddin ugli</b> Prospects for the implementation of sukuk – Islamic securities in Uzbekistan.	47
<b>Эълон қилинган ишлар рўйхати</b> Список опубликованных работ List of published works .....	51

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ  
ХУЗУРИДАҒИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ  
DSc.03/30.12.2019.I.17.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**

---

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ ХУЗУРИДАГИ  
“ЎЗБЕКИСТОН ИҚТИСОДИЁТИНИ РИВОЖЛАНТИРИШНИНГ  
ИЛМИЙ АСОСЛАРИ ВА МУАММОЛАРИ” ИЛМИЙ-ТАДҚИҚОТ  
МАРКАЗИ**

**АБРОРОВ СИРОЖИДДИН ЗУХРИДДИН ЎҒЛИ**

**ЎЗБЕКИСТОНДА СУКУК – ИСЛОМИЙ ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАРНИ  
ЖОРИЙ ЭТИШ ИСТИҚБОЛЛАРИ**

**08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит**

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) диссертацияси  
АВТОРЕФЕРАТ**

**Тошкент шаҳри – 2020 йил**

**Фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида В2019.2.PhD/Iqt941 рақам билан руйхатга олинган.**

Диссертация Тошкент давлат иқтисодиёт университети ҳузуридаги “Ўзбекистон иқтисодиётини ривожлантиришнинг илмий асослари ва муаммолари” илмий-тадқиқот марказида бажарилган.

Диссертация автореферати уч тилда (узбек, рус,инглиз (резюме)) Илмий кенгаш веб-саҳифасида ([www.tfi.uz](http://www.tfi.uz)) ва “Ziynet” ахборот таълим порталида ([www.ziynet.uz](http://www.ziynet.uz)) жойлаштирилган.

**Илмий раҳбар:**

**Валиев Бобур Батирович**

иқтисодиёт фанлари буйича фалсафа доктори (PhD), катта илмий ходим

**Расмий оппонентлар:**

**Элмирзаев Самариддин Эшқуватович**  
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

**Хайдаров Низамиддин Хамраевич**  
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

**Етакчи ташиқлот:**

**Ўзбекистон халқаро ислом академияси**

Диссертация химояси Тошкент молия институти ҳузуридаги илмий даражалар берувчи DSc.03/30.12.2019.17.01 рақамли Илмий кенгашининг 2020 йил 22 11 соат 16 даги мажлисида бўлиб утади. Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, Амир Темуր шохкучаси, 60-А уй, Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-11-48, e-mail: [ilmiykengash@tfi.uz](mailto:ilmiykengash@tfi.uz).

Диссертация билан Тошкент молия институти Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (150 рақами билан руйхатга олинган). Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, Амир Темуր шох кучаси, 60-А уй, Тел.: (99871) 234-53-34.

Диссертация автореферати 2020 йил 11 11 куни тарқатилди.  
(2020 йил 11 11 даги 74 рақамли реестр баённомаси).



**Т.З.Тешабает**  
Илмий даражалар берувчи Илмий кенгаш раиси, иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

**Н.Н.Каландарова**  
Илмий даражалар берувчи Илмий кенгаш илмий котиби, иқтисодиёт фанлари буйича фалсафа доктори (PhD)

**Н.П.Кулиев**  
Илмий даражалар берувчи Илмий кенгаш қошидаги Илмий семинар раиси, иқтисодиёт фанлари доктори (DSc), профессор

## КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

**Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати.** Жаҳон молия тизими ривожланиш ва кенгайиб бориш жараёнида фонд бозорида янги молиявий инструментларга бўлган эҳтиёж тобора ортиб бормоқда. Шундай ўзига хос янги инструментлардан бири ҳисобланган ва юқори суръатлар билан ривожланаётган сукук – исломий қимматли қогозлар орқали ўтган қисқа муддат ичида “2019 йилга қадар жаҳон иқтисодиётига 1,1 трлн. АҚШ долларидан ортиқ инвестиция жалб этилган”<sup>1</sup>. Аҳолисининг асосий қисмини мусулмонлар ташкил этувчи мамлакатлар томонидан жорий этилган сукук ушбу мамлакатлар фонд бозорларида жамият талабига мувофиқ капиталлашувни ошириш, ликвидликни таъминлаш, инвестиция портфелини диверсификациялаш орқали риск даражасини пасайтириш ва бўш турган маблағларни инвестицияларга самарали трансформацияланишида муҳим аҳамият касб этмоқда. 2019 йил маълумотларига кўра, 36 та мамлакат ушбу турдаги молиявий инструментни эмиссия қилган бўлиб, аҳолисининг асосий қисми мусулмон бўлмаган АҚШ, Буюк Британия, Люксембург, Германия, Япония ва Франция каби иқтисодиёти тараққий этган мамлакатларда сукук эмиссия қилинаётганлиги унинг аҳамияти ортиб бораётганини кўрсатади. Бу эса, ўз навбатида, мазкур исломий қимматли қогозни анъанавий молия бозорларида ҳам жорий этиш мумкинлигидан далолат беради.

Жаҳон ҳамжамиятида сукук тушунчасининг назарий-концептуал асослари, молия бозоридаги вазифаси ва аҳамияти даражасини аниқлаш ҳамда ишлаш механизмларини такомиллаштириш бўйича тадқиқотлар олиб борилган. Тадқиқотларда, сукукни жорий этган мамлакатлар сонини ошириш ҳисобига жаҳон сукук бозорини кенгайтириш масалалари устуворлик касб этмоқда. Бугунги кунда сукукларнинг эмиссияси ортиб, тобора ривожланиб бориши унинг молиявий категория сифатида фонд бозоридаги аниқ позициясини белгилаш, шариат кенгашининг заруратини юридик жиҳатдан мустаҳкамлаш орқали сукук фаолияти билан боғлиқ барча масалаларни тартибга солишни унификациялаш ҳамда фонд бозорларидаги исломий индекслар кўлами ва қамровини кенгайтириш бўйича илмий изланишлар олиб боришни тақозо этади. Шунингдек, сукуклар ривожланишининг иқтисодиёт тараққиётига таъсир даражаси етарли ўрганилмаган.

Ўзбекистонда кейинги йилларда ислом молияси, хусусан, сукукларга қизиқиш ортиб бораётгани сезилса-да, бу турдаги исломий қимматли қогозлар амалиётга жорий этилмаган. Ушбу турдаги қимматли қогоз барча тоифадаги инвесторлар учун капитал бозорининг қулайлигини ошириш ва банк томонидан кредитлаш ҳамда анъанавий облигацияларнинг самарали муқобил механизмини яратишда муҳим омил бўлиб хизмат қилади. Мамлакатимизда сукукни жорий этиш миллий фонд бозорини келгусида янада ривожлантириш ва “10 млрд. АҚШ доллари қийматидаги

---

<sup>1</sup> Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, July 2019, 8<sup>th</sup> edition. p21.

маблагларнинг “яширин иқтисодиёт”дан чиқишида”<sup>2</sup> муҳим аҳамият касб этади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2020 йил 2 мартдаги ПФ-5953-сон “2017–2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясини “Илм, маърифат ва рақамли иқтисодиётни ривожлантириш йили”да амалга оширишга оид давлат дастури тўғрисида”ги Фармони, 2019 йил 24 январдаги ПҚ-4127-сон “Ўзбекистон Республикаси Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида”, 2019 йил 5 мартдаги ПҚ-4224-сон “Ислом тараққиёт банки гуруҳи ва Араб мувофиқлаштириш гуруҳи фондлари билан ҳамкорликни янада кенгайтириш ва чуқурлаштириш чоралари тўғрисида”ги Қарорлари, шунингдек мазкур соҳага тегишли бошқа норматив-ҳуқуқий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишга мазкур диссертация муайян даражада хизмат қилади.

**Тадқиқотнинг республика илм-фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига мослиги.** Мазкур диссертация тадқиқоти республика фан ва технологиялари ривожланишининг I. “Демократик ва ҳуқуқий жамиятни маънавий-ахлоқий ва маданий ривожлантириш, инновацион иқтисодиётни шакллантириш” устувор йўналишига мувофиқ бажарилган.

**Муаммонинг ўрганилганлик даражаси.** Фонд бозорларида сукук фаолиятини ташкил қилиш ҳамда уни самарали тарзда юритишнинг назарий ва амалий жиҳатлари хорижлик йирик иқтисодчи олимлар М.Тақи Усманий, Ҳ.Виссер, С.Годлевский, Р.Турк-Арис, Л.Вейл, И.Али, Р.Фалахий, М.Зулхибри, Й.Ибраҳим, М.Минай, Н.Аҳмад, С.Давуд, З.Кафелия, А.Саид, Р.Грасса, А.Эччаби, Ҳ.Абд.азиз, У.Идрис, М.Ҳассан, С.Алию, А.Палтриниери, А.Хан, Ҳ.Самаойи ва С.Нечилар<sup>3</sup> томонидан тадқиқотлар олиб борилган.

---

<sup>2</sup> Стратегия развития рынка капитала на 2020-2025 годы – основные положения. На основе рекомендаций консультантов ЕБРР и АБР. с5.

<sup>3</sup> 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.; Zulhibri 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.

МДХ мамлакатлари олимларидан В.Антропов, Т.Гафурова, С.Мокина, О.Трофимова, И.А.Зарипов, ва И.Беккин<sup>4</sup> сингари олимлар илмий ишларида исломий қимматли қоғозлар ва исломий молия масалалари ўз аксини топган.

Ўзбекистонлик иқтисодчи олим ва тадқиқотчилар Х.Хасанов,<sup>5</sup> Ж.Имамназаров, М.Султанов, Н.Аллаберганова ва О.Давлатяровларнинг<sup>5</sup> илмий ишларида ҳам изланишлар олиб борилган. Шунингдек, Б.Жўраев<sup>6</sup> томонидан ислом молиясига оид адабиётлар хориж тилдан ўзбек тилига таржима қилинган. Амалга оширилган ушбу илмий ишлар ислом молиясининг назарий асослари ва исломий молиявий институтлар фаолиятига оид бўлиб, сукуклар илмий тадқиқ қилинмаган.

Аmmo, мазкур олимларнинг илмий ишларида сукук фаолияти билан боглик муаммолар назарий, амалий жиҳатлар ва унинг ишлаш механизмига боглик бўлиб, сукук ва иқтисодий тараққиёт ўртасидаги ўзаро богликлик ва таъсирлар етарли даражада ўрганилмаган. Шу сабабли, фонд бозори фаоллигини ошириш ва аҳоли пул маблағларини жалб этиш мақсадида Ўзбекистонда сукукни жорий этиш билан боглик тадқиқотларни амалга ошириш бугунги кунда долзарб ҳисобланади.

**Диссертация тадқиқотининг диссертация бажарилган илмий тадқиқот муассасасининг илмий тадқиқот ишлари режалари билан богликлиги.** Диссертация тадқиқоти Тошкент давлат иқтисодиёт университети ҳузуридаги “Ўзбекистон иқтисодиётини ривожлантиришнинг илмий асослари ва муаммолари” илмий тадқиқот марказининг №ОТ-Ф1-022 “Иқтисодиётнинг барқарор ривожланишини таъминловчи ички имкониятларни аниқлаш ва захираларни сафарбар қилишнинг илмий-методик асослари” мавзусидаги фундаментал илмий лойиҳа доирасида бажарилган.

---

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Хасанов Х. Ахлоқий (исломий) молиялаштириш тизими – инновацион молиялаштириш востиси сифатида (Ўзбекистон ва МДХ мисолида). “Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар” илмий электрон журнали. № 5, 2017 й.; Имамназаров Ж. Ўзбекистонда ислом банк-молия тизимини шакллантириш ва ривожлантириш истиқбол ва имкониятлари. «Бозор, пул ва кредит». – Тошкент, 2018. - №9. – С. 30-37.; Султанов М. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантириш истиқболлари. Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) автореферати. -Т.: ТДИУ, 2019. 58 б.; Аллаберганова Н. Ислам кредит институтлари фаолиятининг назарий жиҳатлари. “Молия ва банк иши” электрон илмий журнали. №1, 2019 й. 11-16 б.; Хасанов Х., Давлатяров О. Фоииз ставкаси ва инфляция даражаси ўртасидаги богликликнинг 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.

<sup>6</sup> Исламий молиялар ва банк тизими. Таржимон: Ботирхўжа Жўраев. – Т.: O‘zbekiston, 2014. – 464 б.; Исламий молия асослари [Матн] / Е.А.Байдаулет. – Тошкент: «O‘zbekiston» НМИУ, 2019. – 432 б.; Ислам иқтисодий модели ва замон [Матн] / Р.И.Беккин – Тошкент: «O‘zbekiston» НМИУ, 2019. – 360 б.

**Тадқиқотнинг мақсади** Ўзбекистонда сукук – исломий қимматли қогозларни жорий этиш ва ривожлантириш бўйича илмий-услубий ва амалий таклифларни ишлаб чиқишдан иборат.

**Тадқиқотнинг вазифалари** қуйидагилардан иборат:

ислом молиясининг моҳияти ва унинг замонавий молиявий инструментларига оид илмий ёндашувларни тадқиқ этиш ҳамда сукукнинг ишлаш механизми ва типологиясининг илмий асосларини очиб бериш;

қимматли қогозлар бозорида сукукнинг иқтисодий категория сифатидаги мазмуни ва унинг ролига оид илмий-назарий қарашларини ёритиб бериш;

фонд бозорида сукукнинг ривожланиши ва замонавий ҳолатини баҳолаш;

сукук молиявий инструментининг иқтисодиёт тараққиётига таъсирини эконометрик таҳлиллар орқали асослаш;

ҳалқаро тажрибада сукукни жорий этишнинг илгор механизмининг тадқиқ қилиш ва ўзига хос хусусиятларини аниқлаш;

Ўзбекистон иқтисодиётига сукукни жорий қилишнинг ташкилий-ҳуқуқий асосларини таҳлил қилиш;

Ўзбекистон иқтисодиётига сукукни жорий этиш ва ривожлантириш бўйича илмий асосланган таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқиш.

**Тадқиқотнинг объекти** сифатида жаҳон фонд бозорларидаги сукук молиявий инструменти олинган.

**Тадқиқотнинг предмети** сукукни жорий этиш ва ривожлантириш жараёнида юзага келувчи иқтисодий муносабатлар ҳисобланади.

**Тадқиқотнинг усуллари.** Диссертацияда илмий абстракциялаш, эмпирик, тасвирий статистика, эксперт баҳолаш, гуруҳлаштириш, қиёсий ва динамик таҳлил, синтез, корреляцион ва регрессион таҳлил усулларидан фойдаланилган.

**Тадқиқотнинг илмий янгилиги:**

сукукни янги молиявий инструмент сифатида жорий қилишнинг илгор хорижий тажрибага асосланган устувор вазифаларини акс эттирувчи конструктив босқичлари ишлаб чиқилган;

“сукук” иқтисодий категориясининг унинг генезиси, концептуал тамойиллари, типологиясининг ҳисобга олган ҳолда ушбу инструментни оддий акция ва облигациялардан фарқли равишда алоҳида турдаги қимматли қогоз сифатида белгилаш таклиф этилган;

молиявий секторлар ўртасидаги рақобатнинг таъминланиши ва фойдаланилмаётган жамгармаларнинг инвестицияга трансформацияланиши орқали сукук ривожланишининг иқтисодиётга ижобий таъсири асосланган;

рискнинг мавжудлиги, фаолият натижасида кўриладиган фойдага манфаатдор бўлиш ва кўпчиликнинг манфаати бир кишининг манфаатидан устунлиги хусусиятларини очиб бериш орқали Ўзбекистонда сукук инструментидан мушорақа, мудораба, муробаҳа, салам, истисно ҳамда ижара келишувлари тамойиллари асосида фойдаланиш таклиф этилган.

**Тадқиқотнинг амалий натижалари** қуйидагилардан иборат:

сўндириш тўловининг мавжудлиги ва даромад даражасининг аниқлигини ҳисобга олган ҳолда сукукнинг фонд бозоридаги фаолият мақсадига кўра таснифланиши такомиллаштирилган;

сукукнинг фонд бозоридаги муҳим вазифаси, унинг ҳуқуқ ва мажбуриятларининг аниқлиги, ссуда фоизидан холилик ҳамда реал актив билан қопланганлик сингари ўзига хос хусусиятларини ёритиб бериш орқали оддий акция ва облигация билан ўхшаш, шунингдек, фарқли жиҳатлари гуруҳлаштирилиб, сукукнинг янги молиявий инструмент сифатидаги роли илмий асосланган;

сукукнинг эгалари ҳисобланган инвестор ва лойиҳа молиялаштирилиши учун манфаатдор бўлган эмитент ўртасидаги муносабатига кўра ўзаро ўхшаш ҳамда фарқли жиҳатлари эътиборга олиниб, сукукнинг турлари ажратилган ва тизимлаштирилган;

сукук бозоридаги мавжуд жараёнларни эмиссия кўлами, муддати, валюта тури ҳамда эмитент ташкилий-ҳуқуқий шаклига кўра чуқур таркибий таҳлил қилиш асосида жаҳон ва минтақалар кесимида фонд бозорининг ривожланиш тенденциясида сукукнинг тутган ўрни ва аҳамияти баҳоланган.

**Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги** тадқиқотда қўлланилган услубий ёндашув ва усулларнинг мақсадга мувофиқлиги, маълумотларнинг расмий манбалардан, шунингдек халқаро ташкилотларнинг очик статистик ҳисоботларидан олинганлиги, хулоса ва таклифларнинг мутасадди ташкилотлар томонидан амалиётга жорий қилинганлиги билан белгиланади.

**Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти.** Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти ишлаб чиқилган таклифлар капитал бозорини ривожлантириш стратегиясини ишлаб чиқиш, ҳамда фонд бозорида сукукларни жорий этиш ва ривожлантириш истикболларига оид илмий тадқиқотларни амалга оширишга хизмат қилиши билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти ишлаб чиқилган тавсиялар капитал бозорини ривожлантириш стратегиясини ишлаб чиқишда фойдаланиш, шунингдек, хорижий инвесторлар, хўжалик субъектлари, молиявий институтлар ва аҳолининг эркин маблағларини жалб этиш ҳамда жойлаштириш мақсадида қабул қилинадиган қонун ва қонун ости ҳужжатлари, мамлакат Президентининг фармонлари, қарор ва фармойишлари, Вазирлар Маҳкамасининг қарорлари ва соҳага оид бошқа меъёрий ҳужжатларни ишлаб чиқишда фойдаланиш мумкинлиги билан изоҳланади.

**Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши.** Сукукларни Ўзбекистон фонд бозорига жорий қилиш бўйича олинган илмий тадқиқот натижалари асосида:

сукукни янги молиявий инструмент сифатида жорий қилишнинг илгор хорижий тажрибага асосланган устувор вазифаларини ақс эттирувчи конструктив босқичлари бўйича таклифи Ўзбекистон Республикаси капитал бозорини ривожлантиришнинг 2020-2025 йилларга мўлжалланган Стратегиясини ишлаб чиқишда фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Капитал бозорини ривожлантириш агентлигининг 2020 йил 5 февралдаги

01-02/06-176-сон маълумотномаси). Мазкур таклифнинг амалиётга жорий этилиши фонд бозоридаги инструментлар турларининг диверсификация қилиниши ва бозор қулайлигининг ортишига хизмат қилган;

“сукук” иқтисодий категориясини унинг генезиси, концептуал тамойиллари, типологиясини ҳисобга олган ҳолда ушбу инструментни оддий акция ва облигациялардан фарқли равишда алоҳида турдаги қимматли қогоз сифатида белгилаш таклифи Ўзбекистон Республикаси Монополияга қарши курашиш қўмитасининг 04/20-сон буйруғи асосида “сукук” тушунчасига изоҳ тайёрлашда фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Монополияга қарши курашиш қўмитаси 2020 йил 14 январдаги 53/04-20-сон маълумотномаси). Ушбу таклифнинг амалиётга жорий этилиши сукукнинг таърифи Ўзбекистон қонунчилигида ўз ифодасини топишига имконият яратган;

молиявий секторлар ўртасидаги рақобатнинг таъминланиши ва фойдаланилмаётган жамгармаларнинг инвестицияга трансформацияланиши орқали сукук ривожланишининг иқтисодиётга ижобий таъсири бўйича таклифи Ўзбекистон Республикаси Монополияга қарши курашиш қўмитасининг 04/20-сон буйруғи асосида янги молиявий инструментларни жорий этишда фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Монополияга қарши курашиш қўмитаси 2020 йил 14 январдаги 53/04-20-сон маълумотномаси). Бу таклифнинг амалиётга татбиқ қилиниши натижасида мамлакат иқтисодиётига сукук инструментини жорий этишнинг ижобий жиҳатлари асосланган;

рискнинг мавжудлиги, фаолият натижасида кўриладиган фойдага манфаатдор бўлиш ва кўпчиликнинг манфаати бир кишининг манфаатидан устунлиги хусусиятларини очиқ бериш орқали Ўзбекистонда сукук инструментидан мушорақа, мудораба, муробаҳа, салам, истисно ҳамда ижара келишувлари тамойиллари асосида фойдаланиш таклифи Ўзбекистон Республикаси Монополияга қарши курашиш қўмитасининг 04/20-сон буйруғи асосида янги молиявий инструментларни жорий этишда фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Монополияга қарши курашиш қўмитаси 2020 йил 14 январдаги 53/04-20-сон маълумотномаси). Мазкур таклифнинг жорий этилиши натижасида сукукни жорий қилишда ҳукумат томонидан устувор йўналишларни белгилаш имконияти яратилган.

**Тадқиқот натижаларининг апробацияси.** Ушбу тадқиқот натижалари 4 та республика, 3 халқаро илмий-амалий конференцияларда ва 1 та илмий семинарда муҳокамадан ўтказилган.

**Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги.** Диссертация мавзуси бўйича жами 17 та илмий иш, жумладан Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг докторлик диссертациялари асосий илмий натижаларини чоп этиш бўйича тавсия этилган илмий нашрларда 10 та илмий мақола, жумладан 2 таси хорижий журналларда нашр этилган.

**Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми.** Диссертация кириш, учта боб, хулоса ва фойдаланилган адабиётлар рўйхатидан таркиб топган. Диссертация ҳажми 111 бетни ташкил этади.

## ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

**Кириш** қисмида диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати асосланган, тадқиқотнинг мақсади ва асосий вазифалари, объекти ва предмети шакллантирилган, республика фан ва технологиялари ривожланишининг устивор йўналишларига боғлиқлиги кўрсатилган, тадқиқотнинг илмий янгилиги ва амалий натижалари баён қилинган, олинган натижаларнинг илмий ва амалий аҳамияти ёритиб берилган, тадқиқот натижаларини амалиётга жорий қилишнинг синовдан ўтганлиги, нашр этилган ишлар ва диссертация тузилиши бўйича маълумотлар келтирилган.

Диссертациянинг **“Исломий қимматли қоғозлар – сукукнинг моҳияти ва унинг назарий-илмий асослари”** деб номланган биринчи бобда ислом молиясининг асосий тушунчалари, унинг замонавий молиявий инструментлари, сукукка оид илмий-назарий мулоҳазалар ва унинг ўзига хос жиҳатлари ҳамда фаолият мақсадига кўра классификацияланиши ёритиб берилган. Тадқиқот вазифаларидан келиб чиққан ҳолда назарий натижа ва хулосалар ифодаланган.

Ислом молияси – ислом тамойил ва қоидаларига тўлиқ мос келувчи молиявий инструментлар ва қонуниятларни ўз ичига олган тизим. Ислом молиясига нисбатан XXI асрда қизиқиш юқори бўлиб, илмий изланишлар олиб бориш ва таҳлилий материаллар тайёрлаш борасидаги илмий фаолият кўпайиб бормоқда.

Ислом (шариат) тамойилларига асосланган молия концепцияси эгалик ҳуқуқи, ижтимоий ва иқтисодий адолат, даромадларнинг тақсимланиши ва бошқарувга тааллуқли исломнинг асосий принциплари асосида қурилган. Тизимнинг энг ўзига хос жиҳатларидан бири рибо (таъқиқланган фоиз) ва гарар (шартнома ва келишувлардаги ноаниқликлар)нинг таъқиқланганлигидир<sup>7</sup>. Бундан ташқари майсир (қимор, хаддан ташқари юқори риск) ва алкоголь, наркотик, тамаки, чўчка гўшти маҳсулотларини ишлаб чиқариш ҳамда уларнинг савдоси каби шариат томонидан таъқиқланган фаолият турлари молиялаштирилмаслиги ҳам ислом молиясининг ўзига хос жиҳати ҳисобланади.

Тадқиқотимиздаги мулоҳазалардан келиб, чиқиб ислом молиясининг қуйидаги асосий концептуал тамойилларини санаб ўтиш мумкин:

молиявий фаолият кафолатланган фойдадан холи бўлиши, яъни рискнинг мавжудлиги (“no risk, no gain” тамойили<sup>8</sup>). Сармоянинг номинал қийматига нисбатан олдиндан белгиланган ёки ҳисобланган фойда ман этилади;

фаолият натижасида кўриладиган фойдадан манфаатдор бўлиш;  
инсон ҳуқуқларига амал қилиш ва ҳамкорликни ривожлантириш;  
кўпчиликнинг манфаати бир кишининг манфаатидан устун;

<sup>7</sup> Mahmoud Mohieldin. Realizing the Potential of Islamic Finance // World Bank, Economic Premise, Poverty Reduction and Economic Management (PREM) Network, March 2012, 77, p1.

<sup>8</sup> Chapra M.U. The Global Financial Crisis: Can Islamic Finance Help?// Islamic Economics and Finance: A European Perspective, edited by J.Langton, C.Trullols and A.Turkistani. London: Palgrave Macmillan, 2011, p138.

инсонларга зарар етказувчи, улар орасида адоват уйғотувчи ва бошқа ҳар қандай зарарли фаолиятни чеклаш;

катта зарарларни бартараф этиш учун кичик йўқотишларга рухсат берилади.

Ислом молиявий инструментларини унинг тамойилларини ҳисобга олиб, тўртта гуруҳга ажратиш мумкин: фойда ва зарарни тақсимлаш, қарз, ижара ҳамда ўзаро кафолатлаш.

Сукукнинг таърифи ва хусусиятларини ёртиб беришда турлича ёндашувлар мавжуд бўлиб, уларнинг барчаси биргаликда янги молиявий инструмент моҳиятини очиқ бера олади. Аммо молия бозори бир жойда турмайди, доимий ривожланиш бозорга янгидан-янги воситаларни таклиф этиб боради. Шунга кўра, сукукларнинг тури ва вазифаси ҳамда жамиятдаги ўрни такомиллашиб боради. Шунингдек, тадқиқотлар жараёнида ўрганилган таърифлар фақат хорижий олимларга тегишли бўлиб, ўзбекистонлик олимларнинг илмий изланишлари кўзга ташланмади. Шу боис, олиб борилган илмий-назарий тадқиқотимиз натижасида сукук тушунчасига оид ўз муаллифлик таърифимизни беришни лозим топдик.

1-жадвал

### Сукукнинг оддий акция ва облигация билан ўхшаш ва фарқли жиҳатлари<sup>9</sup>

Қимматли қоғоз тури	Оддий акция	Сукук	Облигация
Чикариш шакли	эмиссиявий қимматли қоғоз	эмиссиявий қимматли қоғоз	эмиссиявий қимматли қоғоз
Корпоратив бошқарувдаги иштироки	бошқарув ва даромадда иштирок этади	турига кўра: тўлик иштирок, соф фойдага шерик, қарз мажбурияти	фақат қарз мажбуриятини юклайди
Муомала муддати	мавжуд эмас	мавжуд	мавжуд
Инвестор фойдаси	дивиденд	соф фойдадан улуш ёки кечиктирилган устама тўлов	кафолатланган фоиз ставкаси
Номинал қийматининг қайтиши	кафолатланмаган	кафолатланмаган	кафолатланган
Номинал ва сўндирилиш қиймати ўртасидаги фарқ эҳтимоли	мавжуд	мавжуд	мавжуд эмас
Актив билан қопланганлиги	қопланган	қопланган	турига кўра
Концептуал асослари	инсон тафаккури	шариат	инсон тафаккури
Тартибга солиниши	норматив ҳуқуқий ҳужжатлар	шариат, норматив ҳуқуқий ҳужжатлар	норматив ҳуқуқий ҳужжатлар
Молиялаштириш соҳаси	ихтиёрий	шариатга мувофиқ	ихтиёрий
Иккиламчи бозордаги савдоси	мумкин	турига кўра: мумкин, мумкин эмас	мумкин

Сукук – (“сакк”нинг кўплиги, араб тилидан акт, ҳужжат, чек<sup>10</sup>) инвестицион фаолият ёки унинг активига нисбатан эгалик ҳуқуқидаги

<sup>9</sup> Тадқиқот натижасида муаллиф томонидан тузилган.

улушини кўрсатувчи шариат тамойилларига асосланган эмиссиявий қимматли қогоз бўлиб, турига кўра фойда ва зарарга шерикчиликни ифодалайди, сўндирилиши ва фойда даражаси рискка асосланади.

Сукук бир вақтнинг ўзида оддий акция ва облигациянинг айрим хусусиятларини жамлайди. Шу тариқа бу турдаги сертификатга гибрит қимматли қогоз деб қараш мумкин. Бу турдаги исломий қимматли қогознинг бошқа анъанавий қимматли қогозлардан фарқланувчи хусусиятларидан яна бири SPV<sup>11</sup> ва шариат кенгаши институтларининг иштирок этишидир. Ушбу икки институт сукук фаолиятида муҳим аҳамият касб этиб, барча босқичларда мураккабликларни бартараф этишга хизмат қилади. Сукук операцияларини амалга оширишда юқори аниқликни талаб қилувчи ўзига хос жиҳатларининг мавжудлиги сабабидан одатда эмитент учун алоҳида SPV ташкил этилади. SPV бизнес лойиҳа ва молиявий операцияларни самарали бошқариш имкониятини яратади. Юқорида таъкидланганидек, эмитент шариат кенгашини тузишни тақозо этади. Бундан ташқари, эмитентнинг танлови ва мамлакат қонунчилиги талабига кўра андеррайтер ва рейтинг агентликлари жалб этилиши мумкин.

2-жадвал

### Сукук айрим турларининг ўзаро ўхшаш ва фарқли жиҳатлари<sup>12</sup>

Сукук турлари	Мушорақа сукуки	Мудораба сукуки	Муробаха сукуки	Ижара сукуки	Салам сукуки
Моҳияти	бошқарув ва соф фойдада шерикчилик	соф фойдада шерикчилик	дебитор қарздорлик	дебитор қарздорлик	дебитор қарздорлик
Бошқарувда иштироки	мавжуд	мавжуд эмас	мавжуд эмас	мавжуд эмас	мавжуд эмас
Фойдаси	соф фойдадан улуш	соф фойдадан улуш	сукук ости активи учун жами даврий тўловлар ва номинал нархи ўртасидаги фарқ	ижара учун даврий тўлов	маҳсулот реализацияси ва номинал нархи ўртасидаги фарқ
Фойданинг аввалдан маълумлиги	маълум эмас	маълум эмас	маълум	маълум	маълум эмас
Тўлов	даврий	даврий	даврий	даврий	бир маротаба
Сўндирилиш муддати	келишув муддатида	келишув муддатида	сўнгги тўлов транзакцияси	келишув муддатида	маҳсулот реализациясидан
Сўндирилиш нархи	лойиҳанинг бозор нархи	лойиҳанинг бозор нархи	сўндириш учун алоҳида тўлов мавжуд эмас	активнинг бозор нархи	маҳсулотнинг бозор нархи
Қандай актив билан қопланганлиги	лойиҳа доирасидаги	лойиҳа доирасидаги	олди-сотди жараёнидаги	ижара доирасидаги	келгусида ишлаб чиқариладиган маҳсулот
Иккиламчи бозордаги савдоси	мумкин	мумкин	мумкин эмас	мумкин	мумкин эмас

<sup>10</sup> Абдумажид Анорбоев. Ан-Наъим – Т.: Абдулла Қодирий, 2003. – 462-б.

<sup>11</sup> SPV (special purpose vehicle) – махсус мақсадли корхона ёки ихтисослашган лойиҳа компанияси бўлиб, маълум лойиҳа ёки бизнес режани амалга ошириш ва бошқариш учун ташкил этилган корхона

<sup>12</sup> Тадқиқот натижасида муаллиф томонидан тузилган.

SPVни ташкил этишдан мақсад сукук воситасида молиялаштирилган лойиҳа бошқарувини алоҳида шаклда ташкил этиш, унинг пул оқимлари ва ҳисоб-китобларида бошқа лойиҳалар билан аралашуви натижасида юзага келиши мумкин бўлган хатолик ва ноаниқликларнинг олдини олиш орқали молиявий муносабатларда юқори даражада аниқликка эришиш ҳисобланади. Бу компания сукук эмиссия рисоласида кўрсатилган лойиҳадан ташқари бошқа фаолият билан шугулланиш таъқиқланади. Шу сабабли сукук эмиссияси учун SPVни ташкил этиш мажбурий этиб белгиланган. SPVни ташкил этувчи корхона ёки шахслар таъсисчи сукук фаолияти билан боғлиқ жараённинг ташаббускори ҳисобланади.

Сукукнинг инвестор ва SPV ўртасидаги муносабатига кўра бир неча турлари мавжуд бўлиб, ҳар бири ўзига хос механизм асосида амалга оширилади (2-жадвал).

Сукук фаолиятига алоқадор ўзига хос муҳим жиҳатларидан бири шариат кенгашининг талаб этилишидир. Шариат кенгаши мустақил ўзини-ўзи бошқарувчи орган бўлиб, чиқарилаётган, муомалада бўлган исломий қимматли қозғалар ва инвестиция йўналтирилган лойиҳанинг ислом тамойилларига мувофиқлигини назорат қилади ҳамда хулосаларини бериб боради. Айрим мамлакатларда ҳар бир эмитент ҳузурида шундай кенгашни тузиш мажбурий этиб белгиланган. Шариат кенгаши томонидан маъқуллаган сукуклар эмиссиясига руҳсат этилади.

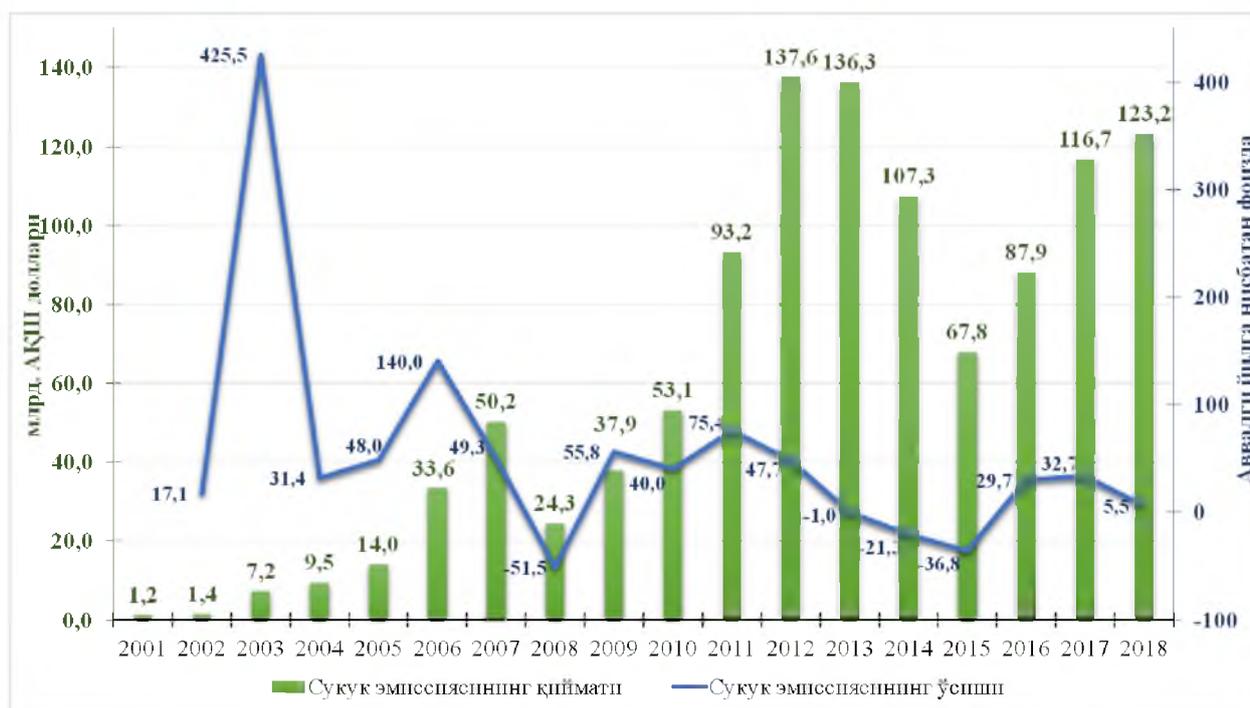
Қимматли қозғалар бозорини тартибга солувчи орган ҳузурида ҳам республика шариат кенгашлари тузилиб, у мазкур муассасанинг ислом капитал бозори фаолиятига оид таклифларини ишлаб чиқади, маълум вақтлар оралигида ислом тамойилларига мос келувчи қимматли қозғалар рўйхатини эълон қилиб боради, чиқарган қарорлари эса сукукларга дахлдор масалаларда шариат томонидан энг юқори инстанция қарори ҳисобланади.

Сукук фаолияти учун хизмат қилувчи қолган институтлар анъанавий қимматли қозғаларга хизмат қилувчи институтлар билан мос тушади. Бу тизимни тартибга солиш вазифаси капитал бозорини тартибга солувчи орган таркибида ташкил этилган бўлимга юклатилади. Шу тариқа сукук эмиссияси ва муомала даврида иштирок этувчи институтлар таркиби куйидагилардан иборат: SPV (эмитент), ташаббускор (SPV таъсисчиси), шариат кенгаши, инвестор, тартибга солувчи орган, андеррайтер, рейтинг агентлиги, депозитарий, савдо ташкилотчиси.

Ислом молияси тамойиллари асосида фаолият юритувчи инструментлар мавжуд эмаслиги фонд бозори ривожланишининг тўсиқларидан бири сифатидаги таъсири сезилмоқда. Ушбу ҳолат айрим турдаги салоҳиятли инвесторлар учун бозорнинг ноқулайлигини келтириб чиқаради. Шунингдек, сармояларнинг самарасиз жамгарилиши ва “яширин” иқтисодиётга ўтиб кетишига ҳам сабаб бўлади. Шу сабабли Мамлакат фонд бозорининг барча тоифадаги инвесторлар учун қулайлигини ошириш, “яширин” иқтисодиёт ҳажмини камайтириш ва иқтисодиётдан четда қолган молиявий ресурсларнинг самарали жамгарилиши учун исломий қимматли қозғаларни жорий этиш муҳим аҳамият касб этади.

Диссертациянинг “Фонд бозорларида сукукнинг ривожланиши ва замонавий тенденциялари таҳлили” деб номланган иккинчи бобида жаҳон фонд бозорида сукукнинг вужудга келиши, бугунги кундаги тутган ўрни, минтақалар кесимида сукук бозори ҳолатининг таҳлили ва сукук ривожланишининг иқтисодий таракқиётига таъсири эконометрик таҳлили амалга оширилган.

Тарихий ҳужжатлар кўрсатадики, сукук масаласи биринчи марта Имом Моликнинг “Ал-Муватта” асарида ёритилган. Бу механизм VII асрда Умавийлар халифалиги даврида амал қилган. Замонавий шаклдаги сукук эмиссияси учун 1978 йилда Йордания ва 1980 йилда Покистонда уринишлар бўлган. Аммо бозордаги инфратузилма ва шаффофликнинг етарли даражада бўлмаганлиги сабабли бу уринишлар муваффақиятсиз яқунланган. Муваффақиятли ҳисобланган илк сукук 1990 йилда Малайзияда 125 миллион малайзия ринггити – 32,9 млн. АҚШ доллари қийматида чиқарилган. Шундан сўнг, 2001 йилга қадар бирорта сукук эмиссия қилинмаган. Сукуклар XXI асрга келибгина жадал ривожлана бошлади ва сўнгги 17 йилда ўсиш тенденциясига эга бўлган. 2001 йилда йиллик 1,2 млрд. АҚШ доллари миқдорида сукук эмиссия қилинган бўлса, 2018 йил якунига кўра 123,2 млрд. АҚШ долларига етган (1-расм). 2019 йилга қадар жами 1,1 трлн. АҚШ доллардан ортиқ сукук эмиссия қилинган.



1-расм. Жаҳонда сукук эмиссияси ҳажми динамикаси<sup>13</sup>

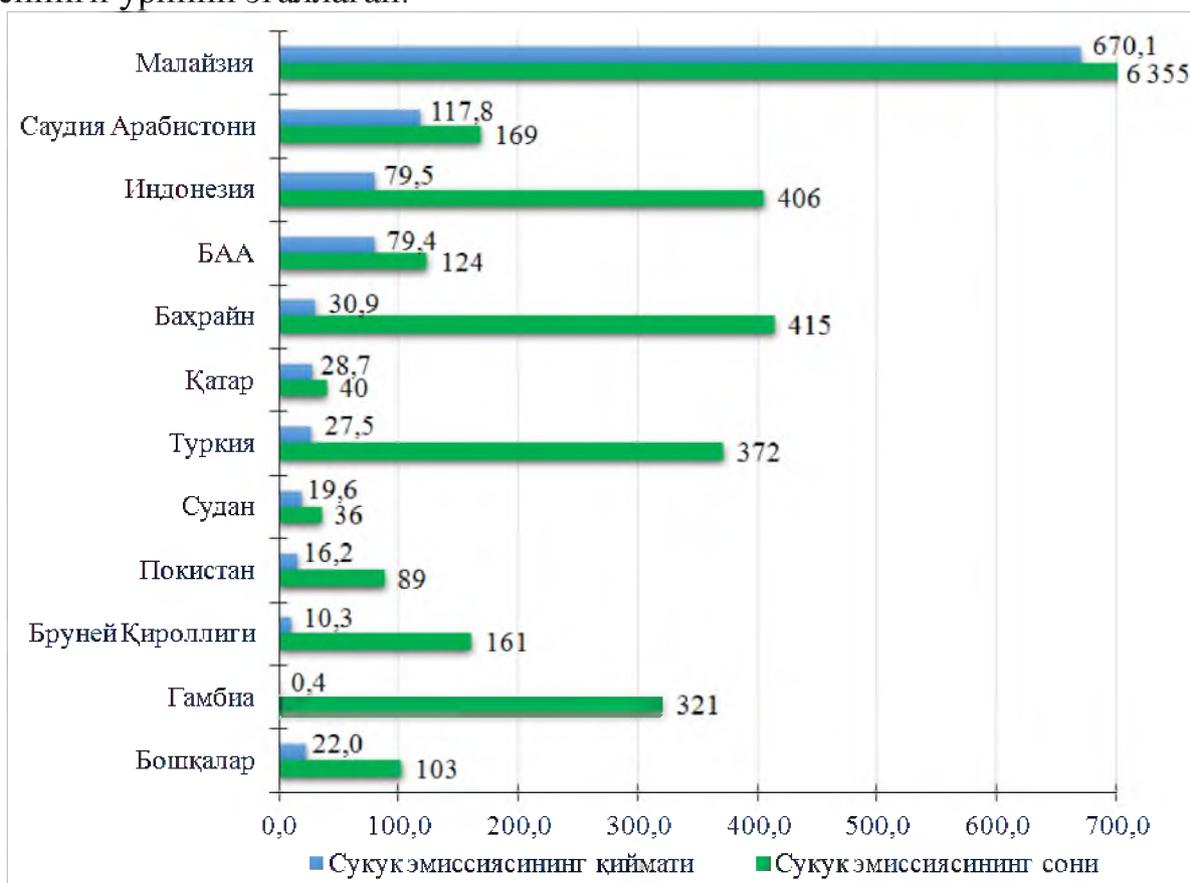
2019 йилга қадар амалга оширилган жаҳондаги жами эмиссиянинг 60,8 % ёки 670,1 млрд. АҚШ доллари Малайзия хиссасига тўғри келади (2-расм). Малайзия 6 минг маротабадан ортиқ эмиссияни амалга оширган бўлиб, бу ўз навбатида, 415 маротаба сукук эмиссия қилган Баҳрайдан 15,3

<sup>13</sup> Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, July 2019, 8<sup>th</sup> edition. p21.

баробар кўпдир. Малайзия асосан миллий валютасида эмиссияларни амалга оширади.

Эмиссиялар қиймати бўйича иккинчи йирик кўрсаткич Саудия Арабистонида бўлиб, у 117,8 млрд. АҚШ доллари ёки 10,7 %ни ташкил этади. Мос равишда Индонезия 79,5 млрд. АҚШ доллари (7,2 %) ва БАА 79,4 млрд. АҚШ доллари (7,2 %) қийматидаги сукук чиқарган. Мазкур 4 мамлакатнинг ўзи жаҳондаги сукукларнинг 85,9 %ига эгаллик қилади.

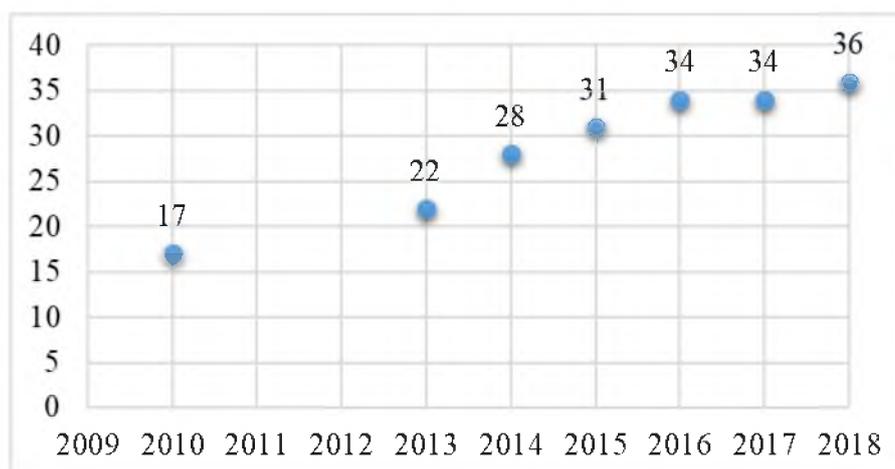
Шунингдек, Ўрта Осиё мамлакатларидан Қозоғистон ҳам 77 млн. АҚШ доллари қийматидаги сукук эмиссияси қилган. Биргина 2018 йилнинг ўзиде Туркия 189 та чиқарилув амалга оширган ва Малайзиядан (644 мартаба) кейинги ўринни эгаллаган.



**2-расм. Айрим мамлакатлардаги сукук эмиссияси ҳажми (2001-2018 йиллар, млрд. АҚШ доллари)<sup>14</sup>**

Дунё бўйича жами 36 мамлакат сукук эмитенти ҳисобланиб (3-расм), минтақалар бўйича қаралганда сукукларнинг энг катта ҳажми Осиёда жамланган ва 96,7 %ни ташкил этади. 2000 йилга қадар жаҳон бўйича фақат Малайзия сукук чиқарган бўлса, 2010 йилда 17 та ва 2018 йил якунига келиб мамлакатлар сони ортиб 36 тага етди. Сукук эмиссиясини амалга оширган мамлакатлар таркибида АҚШ, Буюк Британия, Люксембург, Германия, Япония ва Франция сингари иқтисодиёти тараққий этган мамлакатлар қайд этилганлиги исломий қимматли қозғаларни анъанавий молия бозорларида ҳам жорий этиш мумкинлигини яққол кўрсатади.

<sup>14</sup> Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, July 2019, 8<sup>th</sup> edition, pp59-60.



**3-расм. Сукук эмиссия қилувчи мамлакатлар сонининг ўсиш тенденцияси<sup>15</sup>**

Ислом молиясининг сукук инструменти нафақат мусулмон мамлакатлари, балки мусулмон бўлмаган мамлакатларда ҳам қўлланилмоқда. Сукук банклардан, инвестиция фондлари ва сугурта компаниялари сингари институционал инвесторлар учун ликвидликни таъминлашнинг қулай воситаларидан бири сифатида фойдаланилмоқда.

Таҳлиллар кўрсатмоқдаки, сукуклар эмиссиясининг ортиб бориши иқтисодийнинг ўсишига ижобий таъсир кўрсатади. Бизнинг фикримизча, сукуклар эмиссиялари иқтисодийга қуйидаги омиллар туфайли ижобий таъсир қилади: Биринчидан, Шариат нуқтаи назаридан рибо ва майсир сингари омиллар мавжудлиги сабаб анъанавий облигацияларга инвестиция қила олмаётган мусулмонлар жамғармасидан самарали фойдаланилади. Иккинчидан, инвестиция портфелини диверсификациялаш орқали риск даражасини пасайтириш учун қулай восита ҳисобланади. Учинчидан, рискни бўлишиш таъминоти эмитентни кўпроқ инвестицион лойиҳаларни амалга оширишга ундайди. Тўртинчидан, қимматли қозғалдирилган бозорнинг ривожланиши молиявий секторлар ўртасидаги рақобатни қўллаб-қувватлайди.

Тадқиқотимизда сукук ривожланишининг иқтисодий тараккиётига таъсири баҳоланган бўлиб, унда муомаладаги сукук ҳажми (*so*) ва аҳоли жон бошига миллий даромад (*gnipc*) омиллари танлаб олинган. Барча кўрсаткичлар 2006-2018 йиллар учун 2010 йилдаги ўзгармас нархларда миллий валютада ҳисобланган.

Маълумотларни регрессион таҳлили шуни кўрсатадики, боглик ўзгарувчи ҳисобланган аҳоли жон бошига миллий даромад (*lngnipc*)га мустақил ўзгарувчи ҳисобланган муомаладаги сукук ҳажми (*lnso*) мавжуд (3-жадвал). Тўғриланган детерминация коэффиценти шакллантирилган моделининг маълумотларга канчалик яхши мос келишини кўрсатди. Шаклланган моделда тўғриланган детерминация коэффиценти шуни кўрсатадики, аҳоли жон бошига миллий даромад (*lngnipc*)ни 89,8 фоиз моделда шакллантирилган омил ҳисобланган муомаладаги сукук ҳажмига боглиқдир. Қолган 10,2 фоиз эса ҳисобга олинмаган бошқа омилларга боглиқ ҳисобланади.

<sup>15</sup> Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market 2013-2019 маълумотлари асосида Тадқиқот натижасида муаллиф томонидан тузилган.

**Оддий регрессион ва корреляцион таҳлил натижалари  
(Малайзия мисолида)<sup>16</sup>**

Боглик ўзгарувчи: Аҳоли жон бошига миллий даромад ( <i>lngnipc</i> )				
Метод: Энг кичик квадратлар				
Маълумотлар: 2006-2018				
Кузатувлар сони: 13				
Ўзгарувчилар	Коэффициент	Стандарт хатолик	t-статистик	Эҳтимоллиги
Муомаладаги сукук хажми ( <i>lnso</i> )	0.184419	0.018732	9.845261	0.0000
C	9.265272	0.109297	84.77156	0.0000
Детерминация коэффициенти	0.898081	Боглик ўзгарувчиларнинг ўртача қиймати		10.33518
Тўғриланган детерминация коэффициенти	0.888816	Боглик ўзгарувчиларнинг стандарт четланиши		0.126198
Регрессиянинг стандарт хатолиги	0.042080	Акайке мезони		-3.357857
Қолдиқларнинг квадрат йигиндиси	0.019478	Шварц мезони		-3.270942
Максимал ўхшашлик функцияси қиймати	23.82607	Ханнан-Куинн мезони		-3.375722
F-статистикаси	96.92917	Дарбин-Уотсон статистикаси		0.731932
Эҳтимолиги (F-статистикаси)	0.000001			

Келтирилган ҳисоб-китоблар бўйича қуйидаги модел шаклланди:

$$\ln gnipc_t = 9,26 + 0,18 \ln so_t + \varepsilon_t \quad (1.1)$$

Ушбу регрессион моделimiz барча мезонлар орқали текшириб кўрилди ва шу асосда уларнинг статистик аҳамиятга эга эканлиги, моделлар параметрларининг ишончли, автокорреляция ва гетероскедастик хатоликларнинг мавжуд эмаслиги ҳамда қолдиқлар нормал тақсимланганлиги аниқланди. Хулоса қилиб шуни таъкидлаш мумкинки, бошқа омилларни (*ceteris paribus*) ҳисобга олмаган ҳолда муомаладаги сукук хажми 1 фоизга ўсиши аҳоли жон бошига миллий даромад 0,18 фоизга ўсишига олиб келади.

Диссертациянинг “**Ўзбекистон иқтисодиётига сукукни жорий қилиш истиқболлари**” деб номланган учинчи бобида халқаро тажрибада сукукни жорий қилиш механизми тадқиқ қилинган, Ўзбекистон иқтисодиётига сукукни жорий қилишнинг ҳуқуқий-ташқилий асослари таҳлил қилинган ва мамлакатимизга сукукни жорий қилиш ва ривожлантириш бўйича таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқилган.

<sup>16</sup> Eviews дастури ёрдамида муаллиф томонидан тайёрланган.

Малайзияда ислом молияси бўйича илк ҳаракатлар 1969 йили бошланади ва ҳукумат томонидан мамлакатдаги биринчи исломий молиявий муассаса – Ҳожилар фонди (*Lembaga Tabun Haji*) тузилади<sup>17</sup>. 1983 йилда Малайзияда биринчи ислом банки – Bank Islam Malaysia Berhad фаолиятини бошлайди. Банкка ҳожилар фонди маблағларининг катта қисми ўтказилади (4-жадвал).

Тадқиқотлар кўрсатадики, Малайзия қимматли қоғозлар бозори 5 та ташкилот томонидан тартибга солинган. Ривожланаётган бозорда тартибга солувчи органларининг кўплиги бозор иштирокчиларига қийинчилик тугдирган ва кенгайиб бораётган бозор муаммоларини тезкор ҳал этишга бевосита тўсқинлик қилган. Шу сабабли Малайзия қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи ягона орган тузиш учун ишлаб чиқилган ҳужжат 1992 йил мамлакат парламентида тасдиқланади. Қонун кучга кириш вақти – 1993 йил 1 мартдан Қимматли қоғозлар бўйича комиссия расмий фаолиятини бошлайди.

4-жадвал

#### Малайзияда исломий қимматли қоғозлар ривожланишининг асосий босқичлари<sup>18</sup>

Йил	Амалга оширилган чора-тадбирлар
1969	Ҳожилар фонди тузилиши
1983	- “Ислом банклари тўғрисида”ги қонун қабул қилиниши; - Биринчи исломий банк фаолияти йўлга қўйилиши; - “Қимматли қоғозлар индустрияси тўғрисида”ги ва “Қимматли қоғозлар тўғрисида”ги қонунларга тегишли ўзгартиришлар киритилиши
1990	Биринчи сукук эмиссия қилиниши
1993	Қимматли қоғозлар бўйича комиссия ташкил этилиши
1996	Қимматли қоғозлар бўйича комиссия таркибида Шариат кенгаши тузилиши
2000	Ислом молиясини ривожлантириш бўйича 10 йилга мўлжалланган чора-тадбирлар режаси қабул қилиниши
2006	Малайзия халқаро ислом молия маркази (MIFC), Ислом молияси таълими халқаро маркази (INCEIF) ва Ислом молияси бўйича халқаро шариат тадқиқот академияси (ISRA) ташкил этилиши
2007	“Капитал бозори ва қимматли қоғозлар тўғрисида”ги қонун қабул қилиниши
2013	“Исломий молиявий хизматлар тўғрисида”ги ва “Молиявий хизматлар тўғрисида”ги қонунлар қабул қилиниши

Комиссия фаолиятини унинг раиси бошқаради ва унинг Кузатув кенгаши орқали тайинланади. Кузатув кенгаши таркиби 9 кишидан иборат.

<sup>17</sup> И.А.Зарипов. Малайзия – флагман исламских финансов // Вестник финансового университета. 2016. №4. с121.

<sup>18</sup> <https://www.tabunghaji.gov.my/>, [www.bnm.gov.my/documents/act/en\\_ib\\_act.pdf](http://www.bnm.gov.my/documents/act/en_ib_act.pdf), <https://www.sc.com.my/regulation/acts> ва [http://www.bnm.gov.my/index.php?lang=en&ch=en\\_legislation](http://www.bnm.gov.my/index.php?lang=en&ch=en_legislation) маълумотлари асосида Тадқиқот натижасида муаллиф томонидан тузилган

Бундан ташқари, исломий қимматли қозғалар бўйича юзага келувчи саволларга ислом тамойилларига асосланган жавоб излаш ва муаммоли вазиятларни ҳал этиш мақсадида Комиссия таркибида мустақил Шариат маслаҳат кенгаши тузилади. Кенгаш чиқарилаётган исломий қимматли қозғаларнинг ислом тамойилларига мос келиши ёки мос келмаслиги юзасидан текширувлар ўтказилади, Комиссиянинг ислом капитал бозори фаолиятига оид таклифларини беради, маълум вақт оралигида ислом тамойилларига мос келувчи қимматли қозғалар рўйхатини эълон қилиб боради. Шариат маслаҳат кенгаши ўз фаолиятини 1996 йилдан бошлаган ва ислом капитал бозоридаги баҳслар юзасидан мамлакатдаги олий қўмита ҳисобланади.

Шунингдек, кўплаб олий таълим муассасалари, илмий ва халқаро марказлар ислом молияси билан шугулланиб келмоқда. Малайзия ислом молияси бўйича жаҳон марказига айланиб бормоқда. Ислам молияси бўйича халқаро стандартларни ишлаб чиқувчи Ислам молиявий хизматлари кенгаши (*Islamic Financial Services Board – IFSB*)нинг штаб квартираси Куала-Лумпурда жойлашган.

Хориж тажрибасини ўрганиш натижасида ислом молиясини жорий этишда тизимли ёндашув, кадрлар тайёрлаш, тўлиқ ҳуқуқий асосни яратиш, амалий тажрибага бой ташкилотлар кўмагидан фойдаланиш сингари масалаларни ҳам қамраб олган ҳолда комплекс чора-тадбирларни амалга ошириш зарур эканлиги тўғрисида хулоса шаклланади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 24 январдаги ПҚ-4127-сон “Ўзбекистон Республикаси Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида”ги қарорида бир қатор устувор йўналишларни ўз ичига олган *Капитал бозорини ривожлантириш стратегиясини* ишлаб чиқиш вазифаси белгиланган, хусусан: хорижда муваффақиятли синовдан ўтган илгор ёндашувлардан фойдаланиш орқали барча тоифадаги инвесторлар учун капитал бозорининг қулайлигини ошириш; банк томонидан кредитлашнинг самарали муқобил механизмини яратиш; капитал бозорини замонавий талабларга мос кадрлар билан таъминлашнинг барқарор тизимини ривожлантириш.

Юқорида кўриб ўтилган исломий қимматли қозғалар ва уни Ўзбекистон фонд бозорига жорий этиш юзасидан қуйида бериладиган таклифлар айнан ушбу бандларга тўлиқ мос келиши билан аҳамиятлидир.

Сукуклар ишлаб чиқилишининг энг асосий сабабларидан бири анъанавий облигациялардан ислом тамойилларига мос келмаслиги учун фойдалана олмаётган тоифадаги инвесторларнинг маблағларини самарали йўналтириш ҳисобланади. Банк кредитларининг муқобили ҳисобланган ушбу инструмент жаҳон тажрибасида ўзини оқлаб, мунтазам ривожланиб бормоқда. Бундан ташқари анъанавий молия тизимида фойдаланилмаётган маблағлар “*хуфёна иқтисодиёт*” таркибига ўтиб кетиб қолиш даражасини ҳам камайтиради, яъни исломий қимматли қозғаларни жорий этиш “*хуфёна иқтисодиёт*”ни камайтиришнинг бир омили сифатида хизмат қилади. Бу эса, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 17 январдаги

ПФ-5635-сон “2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича ҳаракатлар стратегиясини “Фаол инвестициялар ва ижтимоий ривожланиш йили”да амалга оширишга оид давлат дастури тўғрисида”ги фармони 1-иловасининг 51-бандига тўлик мос келади.

Ўзбекистон норматив-ҳуқуқий ҳужжатларини жорий ҳолатини татқиқ қилиш натижасида Ўзбекистонда сукук инструментини жорий этиш ва самарали фойдаланиш учун мамлакатимизнинг қонунчилик ҳужжатларига ўзгартириш ва қўшимчалар киритиш зарурати мавжудлиги аниқланди. Хусусан,

эмитент сифатида SPV (алоҳида жамият ташкил этилганда) ва эмиссиянинг ташаббусқори сифатида асосий жамият иштирок этишини инобатга олган ҳолда ҳозирда мавжуд корпоратив облигация эмитенти учун қўйилган бир йиллик рентабеллик ва бошқа талабларни сукук эмиссиясининг ташаббусқорига қўллаш механизминини киритиш;

инвесторлар ҳуқуқлари қафолати сифатида ташаббусқор сукук эгалари олдидаги эмитент мажбуриятларининг тўлиқ бажарилишига қамқаб бўлиш;

сукукларни облигациянинг тури сифатида қонунчиликка киритиш ва сукук турларини акс этириш;

шариат кенгаши тушунчасини киритиш ва унинг ҳуқуқий мақомини белгилаш. Сукук эмитенти шариат кенгаши тузиш мажбуриятини юклаш.

Шунингдек, юртимиз иқтисодчи олим ва тадқиқотчилари томонидан ислом молия тизимини жорий этиш зарурати асосланган бўлиб, тизимни шакллантиришнинг истикбол ва имқониятлари таъкидлаб ўтилган<sup>19</sup>. Шу нуқтаи назардан Ўзбекистонда ислом молиясининг бир йўналиши сифатида сукукларни жорий этиш мақсадга мувофиқ.

Ўзбекистонда фонд бозорини ривожлантириш мақсадида сукукларни жорий этиш учун ҳуқуқий асос мавжуд бўлмаса-да, ислом молиясининг айрим жиҳатларини учратиш мумкин. Бу эса ислом молияси, хусусан, сукукларни татбиқ қилиш учун асос бўлиб хизмат қилади. Бу жиҳатлар қисқача қуйидагилардан иборат:

Ўзбекистон Республикаси 2003 йилдан Ислом тараққиёт банкига ва 2004 йилда Хусусий секторни ривожлантириш бўйича ислом корпорациясига аъзо бўлган. 2018 йил 9 ой якунлари бўйича эълон қилинган маълумотга қўра, Ислом тараққиёт банки гуруҳи томонидан Ўзбекистон Республикасидаги лойиҳаларни молиялаштиришни бошлангандан сўнг жами портфель қиймати 1,9 млрд. АҚШ долларини ташкил этган;

2011 йилда ижара тамойили билан иш олиб боровчи “TAIBA LEASING” МЧЖ ҚҚ ташкил этилди (taibaleasing.com);

---

<sup>19</sup> Имамназаров Ж. Ўзбекистонда ислом банк-молия тизимини шакллантириш ва ривожлантириш истикбол ва имқониятлари. Бозор, пул ва кредит. – Ташкент, 2018. - №9. – С. 30-37; Аллаберганова Н. Ислом кредит институтлари фаолиятининг назарий жиҳатлари. “Молия ва банк иши” электрон илмий журнали. №1, 2019 й. 11-16 б.; Султанов М. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантириш истикболлари. Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD). -Т.: ТДИУ, 2019. 58 б.

2018 йил 16 апрелда Ўзбекистон Республикаси Президентининг ПФ-5416-сон фармони билан ислом иқтисодиёти ва молияси мутахассислиги бўйича кадрлар тайёрловчи Ўзбекистон халқаро ислом академияси ташкил этилди;

2019 йил февралдан эса мамлакатимиз Халқаро ислом савдо-молия ташкилоти ва Инвестициялар ва экспорт кредитларини сугурталаш ислом корпорациясига аъзоликка қабул қилиниб, Ислом тараққиёт банки гуруҳининг барча ташкилотларига аъзоликни қўлга киритди;

2019 йил 5 мартда Ўзбекистон Республикаси Президентининг ПҚ-4224-сон “Ислом тараққиёт банки гуруҳи ва Араб мувофиқлаштириш гуруҳи фондлари билан ҳамкорликни янада кенгайтириш ва чуқурлаштириш чоралари тўғрисида”ги қарори қабул қилинди;

2019 йил 2-4 май кунлари “МДХ – Ислом банкчилиги ва молияси бўйича форум – 2019” ва “Ислом банкчилиги, тақафул ва ислом микромолияси” мавзусида халқаро семинар бўлиб ўтди;

2019 йил 23 майда Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 428-сон “Ислом тараққиёт банки гуруҳи ва Араб мувофиқлаштириш гуруҳи жамгармалари билан ҳамкорликни янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги қарори қабул қилинди;

2019 йил август ойидан “Hi-Tech Bank” исломий дарча лойиҳасини ишлаб чиқди.

Ўзбекистон аҳолисининг 90 %га яқини мусулмонлар эканлиги ислом тамойилларига асосланган қимматли қозғаларга талаб мавжудлигини англатади. Бироқ сукук фаолияти бўйича аҳоли саводхонлиги деярли мавжуд эмаслиги ва соҳа мутахассисларининг етарли эмаслиги исломий қимматли қозғалар сектори ривожини учун бирламчи тўсиқ бўлади. Ушбу муаммолар сукукларни Ўзбекистон фонд бозорига жорий этишни бир неча босқичларда амалга оширишни талаб этади.

Сукукнинг шаклланиши, ривожланиш тенденцияси ва бугунги кундаги фаолияти бўйича Малайзия ва бошқа хорижий мамлакатлар тажрибаси ҳамда мамлакатимиз шароитини ўрганган ҳолда, сукукларни Ўзбекистон фонд бозорига жорий этиш бўйича устувор вазифалар ишлаб чиқилиб, уларни қуйидаги уч босқичда амалга ошириш бўйича таклифлар ишлаб чиқилган:

1-босқич. Институционал асосларни яратиш. Ушбу босқич баравар давом этувчи икки йўналишдан иборат бўлади:

1-йўналиш. Кадрлар тайёрлаш, молиялаштириш инфратузилмасини шакллантириш ва аҳоли саводхонлигини ошириш;

2-йўналиш. Ҳуқуқий асосларни яратиш;

2-босқич. Сукук эмиссияси учун лойиҳани тасдиқлаш ва дастлабки эмиссияни амалга ошириш;

3-босқич. Узоқ муддатли стратегия ишлаб чиқиш.

Юқоридаги таклифларнинг барчаси қимматли қозғалар бозорида янги молиявий инструментни жорий этишга қаратилганлигини инобатга олиб Ўзбекистон Республикаси Президенти қарори қабул қилинган тақдирда

Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги мувофиқлаштирувчи орган сифатида белгиланиши мақсадга мувофиқ деб ҳисоблаймиз.

Шунингдек, тайёрланган таклифлардан Капитал бозорини ривожлантириш стратегиясини ишлаб чиқишда ҳам фойдаланиш мумкин. Бу орқали Ўзбекистон фонд бозорига янги молиявий инструментнинг жорий этиш жараёни фаоллашади.

## ХУЛОСА

Ўтказилган илмий изланишлар ва таҳлиллар тадқиқот ишимиз учун куйидаги хулосаларни шакллантиришга сабаб бўлди:

1. Ислом молияси, хусусан, сукукларнинг шаклланиши ва ривожланишида жамият талаби асосий омил сифатида хизмат қилди. Молия тизимида ислом молияси алоҳида модель сифатида шаклланиб улгурган бўлиб, тарихан мавжуд бўлган исломий молиявий қарашлар замонавий ислом молияси тизимига асос бўлди. Бугунги кунга келиб, бу тизимдан мусулмонлар кам истиқомат қиладиган мамлакатларда ҳам самарали фойдаланиб келинмоқда.

2. Ислом молиясининг рибо, гарар ва майсир сингари асосий тушунчалари ва мушорақа, мудораба, муробаҳа, салам, истисно ҳамда ижара келишувларга асосланган замонавий молиявий инструментларини ўз ичига олган тизими ва унинг rischi мавжудлиги, фаолият натижасида кўриладиган фойдага манфаатдор бўлиш ва кўпчиликнинг манфаати бир кишининг манфаатидан устунлиги сингари ўзига хос хусусиятлари билан характерланади.

3. Сукук тушунчаси билан боглик адабиётларни ўрганиш натижасида олимлар ўртасида турли талқинлар мавжудлиги аниқланди. Сукук мазмун-моҳиятининг чуқур илмий таҳлили унинг оддий акция ва облигация элементларини ўзида жамлаган алоҳида турдаги гибрид қимматли қогоз эканлигини кўрсатади. Ушбу турдаги қимматли қогознинг ижтимоий-иқтисодий мазмуни, унинг вазифалари ва инвестицион лойиҳаларни молиялаштиришдаги ўрнини аниқлаш сукук тушунчасига оид муаллифлик ёндашуви ишлаб чиқишга асос бўлди.

4. Сукук фаолият мақсадига кўра, турли хил таснифларга ажратилади. сукукнинг фонд бозоридаги муҳим вазифаси, у бўйича ҳуқуқ ва мажбуриятлари аниқлиги, ссуда фоизидан холилик ва реал актив билан қопланганлик сингари ўзига хос хусусиятларини ёритиб бериш орқали оддий акция ва облигация билан ўхшаш ва фарқли жиҳатлари гуруҳлаштирилиб, сукукнинг янги молиявий инструмент сифатидаги вазифаси асосида унинг таснифини такомиллаштириш мақсадга мувофиқ.

5. Бугунги кунда сукуклардан нафақат мусулмон мамлакатлар, балки, мусулмон аҳолиси кам бўлган ривожланган мамлакатларда ҳам муқобил молиявий инструмент сифатида кенг фойдаланиб келинмоқда.

6. Малайзияга оид статистик маълумотларнинг эконометрик таҳлилари шуни кўрсатмоқдаки, муомаладаги сукук ҳажми билан аҳоли жон бошига миллий даромад ўртасидаги юқори ижобий богликлик мавжуд бўлиб,

сукуклар ҳажмининг кўпайиши қимматли қогозлар бозорининг ривожланиши орқали молиявий секторлар ўртасидаги рақобатни кўллаб-қувватлаши ва исломий молиявий инструментларнинг фойдаланилмаётган жамгармаларни инвестицияга трансформациялаши каби омиллар ҳисобига сукук ривожланишининг иқтисодиёт тараққиётига ижобий таъсирга эга.

7. Ўзбекистон фонд бозорига сукукларни жорий қилишда Малайзия тажрибасидан, сукук тушунчаси ва фаолиятига оид методологик жиҳатлари Исломиё молиявий муассасалар учун бухгалтерия ва аудит ташкилоти (AAOIFI)нинг 17-стандарти ҳамда Ислом тараққиёт банки ва Исломиё молиявий муассасалар учун бухгалтерия ва аудит ташкилотининг техник кўмақларидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

8. Ўзбекистонда ислом молияси тизими мавжуд эмас. Шунингдек, сукукларни жорий этиш учун ҳуқуқий асос яратилмаган бўлса-да, ислом молиясининг айрим жиҳатларини кузатиш мумкин. Бу эса ислом молияси, хусусан, сукукларни татбиқ этиш учун асос сифатида хизмат қилади.

9. Ўзбекистон норматив-ҳуқуқий ҳужжатларининг жорий ҳолатини тадқиқ этиш Ўзбекистонда сукук инструментини жорий этиш ва самарали фойдаланиш учун қонунчилик ҳужжатларига ўзгартириш ва қўшимчалар киритиш заруратини кўрсатди. Шунга кўра, бу молиявий инструментни Ўзбекистон фонд бозорига муваффақиятли ва самарали жорий этишда қонунчилик, кадрлар масаласи ва шарият қенгаши қабиладарни ўз ичига олувчи комплекс ёндашувга асосланган стратегия ишлаб чиқиб, бир неча босқичларда амалга оширилиши муҳим аҳамият касб этади.

Шу билан бирга юқорида келтирилган ҳулосаларга таяниб, Ўзбекистон қимматли қогозлар бозорига сукукни жорий этиш бўйича стратегияга асос бўлувчи кўп босқичли илмий таклифлар ишлаб чиқилган. Мазкур илмий таклифларни амалиётга жорий қилиш мамлакатимизда сукукни жорий этиш имкониятларини тезлаштиради.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.03/30.12.2019.I.17.01  
ПО ПРИСУЖДЕНИЮ НАУЧНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ  
ТАШКЕНТСКОМ ФИНАНСОВОМ ИНСТИТУТЕ**

---

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

**АБРОРОВ СИРОДЖИДДИН ЗУХРИДДИН УГЛИ**

**ПЕРСПЕКТИВЫ ВНЕДРЕНИЯ СУКУК – ИСЛАМСКИХ ЦЕННЫХ  
БУМАГ В УЗБЕКИСТАНЕ**

**08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит**

**АВТОРЕФЕРАТ**

**Диссертации доктора философии (Doctor of Philosophy) по экономическим наукам**

**Город Ташкент – 2020 год**

Тема диссертации доктора философии (Doctor of Philosophy) по экономическим наукам зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией при Кабинете Министров Республики Узбекистан под номером B2019.2.PhD/Iqt941

Диссертация выполнена при научно-исследовательском центре «Научные основы и проблемы развития экономики Узбекистана» при Ташкентском государственном экономическом университете.

Автореферат диссертации размещен на сайте Научного совета ([www.tfi.uz](http://www.tfi.uz)) и в информационно-образовательном портале «Ziyonet» ([www.ziyonet.uz](http://www.ziyonet.uz)) на трех языках (узбекский, русский, английском (резюме)).

**Научный руководитель:** **Валиев Бобур Батирович**  
доктор философии (PhD) по экономическим наукам, старший научный сотрудник

**Официальные оппоненты:** **Элмирзаев Самариддин Эшкuvatович**  
доктор экономических наук, профессор  
**Хайдаров Низамиддин Хамраевич**  
доктор экономических наук, профессор

**Ведущая организация:** **Международная исламская академия Узбекистана**

Защита диссертации состоится «24» 11 2020 года в 16<sup>00</sup> на заседании Научного совета DSc.03/30.12.2019.1.17.01 при Ташкентском финансовом институте. Адрес: 100000, г.Ташкент, проспект Амира Темура, дом 60-А, Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-11-48, e-mail: [ilmiykengash@tfi.uz](mailto:ilmiykengash@tfi.uz).

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского финансового института (регистрационный номер 153). Адрес: 100000, г.Ташкент, проспект Амира Темура, дом 60-А, Тел.: (99871) 234-53-34.

Автореферат диссертации был разослан «11» 10 2020 года.  
(Справка реестра № 44 от «14» 11 2020 года,



**Т.З.Тешабасв**  
Председатель научного совета по присуждению научных степеней, доктор экономических наук, профессор

**Н.Н.Каландарова**  
Научный секретарь научного совета по присуждению научных степеней, доктор философии (PhD) по экономическим наукам

**И.Н.Кузнев**  
Председатель научного семинара научного совета по присуждению научных степеней, доктор экономических наук (DSc), профессор

## **ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации на соискание ученой степени доктора философии (PhD))**

**Актуальность и востребованность темы диссертации.** В процессе развития и расширения мировой финансовой системы на фондовых биржах наблюдается быстрый рост количества предложений новых финансовых инструментов. За короткий период в течение 2019 года, с помощью сукук – Исламских ценных бумаг, которые являются особым новым инструментом и развиваются высокими темпами, в мировую экономику было вложено инвестиций более 1,1 трл. долларов США<sup>1</sup>. Внедренный странами, большинство населения которых составляют мусульмане, сукук начинает играть важную роль для увеличения капитализации, обеспечения ликвидности, снижения уровня рисков за счет диверсификации инвестиционного портфеля и превращения существующих средств в эффективные инвестиции на фондовых биржах этих стран в соответствии со спросом общества. Согласно данным за 2019 год, 36 странами осуществлена эмиссия финансового инструмента данного вида, факты осуществления эмиссий сукук в таких странах с высокоразвитой экономикой, как США, Великобритании, Люксембурге, Германии, Японии и Франции, большинство населения которых не являются мусульманами, доказывает рост ценности этого инструмента. И это, в свою очередь, свидетельствует о возможности внедрения данных Исламских ценных бумаг на традиционных финансовых рынках.

В мировом сообществе проводятся исследования по вопросам определения теоретических и концептуальных основ понятия сукук, его функций и значимости на финансовом рынке, а также усовершенствования механизмов его функционирования. Также на первый план выходят вопросы расширения мирового рынка сукук за счет увеличения числа стран, которые внедряют инструмент сукук. Сегодня рост активности и все растущее развитие ценных бумаг сукук требует проведения научных исследований вопросов определения точной позиции сукук на фондовой бирже в качестве финансовой категории, унификации всех вопросов по регулированию, связанных с деятельностью инструмента сукук путем юридического упрочнения необходимости функционирования Шариатского Совета, расширению объемов и охвата Исламских индексов на фондовых биржах.

Несмотря на рост интереса к Исламским финансам, в частности к сукук, в последние годы, данный вид Исламских ценных бумаг еще не внедрен в практику в Узбекистане. Несмотря на это, факт принятия об учреждении Международной исламской академии Узбекистана 2018 года для подготовки специалистов по специальности Исламская экономика и финансы, также членство Узбекистана во всех организациях Группы Исламского банка развития, а также наличие ряда научных публикаций свидетельствует о возможности наличия некоторых аспектов Исламских финансов в нашей

---

<sup>1</sup> Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, July 2019, 8<sup>th</sup> edition. p21.

стране. Внедрение сукука в Узбекистане будет способствовать дальнейшему развитию фондового рынка и сыграет важную роль в выводе средств из «теневой экономики» в размере 10 миллиардов долларов США<sup>2</sup>.

Диссертационная работа в некоторой степени послужит в реализации государственной программы реализации Указа Президента Республики Узбекистан от 2 марта на 2020 года № ПФ-5953 «О Государственной программе по реализации Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017 — 2021 годах в «Год развития науки, просвещения и цифровой экономики»», Постановления № ПП-4127 от 24 января 2019 года «Об организации деятельности Агентства по развитию рынка капитала Республики Узбекистан», Постановления № 4224 от 5 марта 2019 года «О мерах по дальнейшему расширению и углублению партнерства с Группой Исламского банка развития и фондами Арабской координационной группы» и других задач, определенных в нормативно-правовых документах в этой отрасли.

**Соответствие исследований приоритетным направлениям развития науки и технологии в Республике.** Диссертационные исследования проведены в рамках приоритетного направления I. «Морально-нравственное и культурное развитие демократического и правового государства, формирование инновационной экономики» развития наук и технологий в республике.

#### **Степень изученности вопроса.**

Проводились изучении теоретические и практические аспекты организации и эффективного ведения сукук-деятельности на фондовых рынках ведущими зарубежными учёными М.Таки Усмани, Х.Виссером, С.Годлевским, Р.Турк-Арисом, Л.Вейлом, И.Али, Р.Фалахи, М.Зулхибри, Й.Ибрахимом, М.Минай, Н.Ахмадом, С.Давудом, З.Кафелия, А.Саидом, Р.Грасса, А.Эччаби, Х.Абдазизом, У.Идрисом, М.Хассаном, С.Алию, А.Палтриниери, А.Ханом, Х.Самаойи и С.Нечи<sup>3</sup>.

В научных трудах ученых стран Содружества независимых государств В.Антропова, Т.Гафуровой, С.Мокиной, О.Трофимовой, И.А.Зарипова, и

---

<sup>2</sup> Стратегия развития рынка капитала на 2020-2025 годы - основные положения. На основе рекомендаций консультантов ЕБРР и АБР. с5.

<sup>3</sup> 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., Paltriniieri 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.

И.Беккина<sup>4</sup> освещаются некоторые вопросы Исламских ценных бумаг и финансов.

В свою очередь, в своих научных трудах отечественные ученые-экономисты и исследователи Х.Хасанов, Дж.Имамназаров, М.Султанов, Н.Аллаберганова и О.Давлатяров<sup>5</sup> также проводили научные исследования на эту тему. Также, Б.Джураевым<sup>6</sup> выполнены переводы на узбекский язык литературы по Исламским финансам. Выполненные научные работы посвящены теоретическим основам Исламских финансов и деятельности финансовых институтов, а специальных научных исследований по вопросам сукука не проводились.

В научных трудах перечисленных выше ученых недостаточно изучены теоретические и практические аспекты проблем, связанных с деятельностью сукук, и его механизма работы, взаимосвязи между сукук и экономикой. Поэтому, в настоящее время, для повышения активности фондовой биржи и привлечения денежных средств населения, приобретает актуальность проведение исследований, связанных с внедрением инструмента сукук в Узбекистане.

**Связь темы диссертации с планами научных-исследовательских работ научно-исследовательского учреждения, при котором выполнена диссертация.** Исследования выполнялись в соответствии с направлением фундаментального научного проекта №ОТ-Ф1-022 по теме «Научно-методические основы выявления и мобилизации внутренних резервов и возможностей в обеспечении устойчивого экономического роста» Научно-исследовательского центра «Научные основы и проблемы развития экономики Узбекистана» при Ташкентском государственном экономическом университете.

---

<sup>4</sup> В.В.Антропов. Исламские финансы в глобальной экономике: современные тенденции перспективы. Причины появления исламских финансов // Экономический журнал. 2017. №48.с. 57-77; Г.Т.Гафурова. Сукук в системе исламского финансирования //Вестник АГТУ. Экономика. 2011. №2. с. 90-94; Л.С.Мокина. 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; О.Трофимова. Мусульмане и ислам в Западной Европе // Мировая экономика и международные отношения. 2009. №10. с. 52-62; И.А.Зарипов. 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.

<sup>5</sup> Х.Хасанов. Ахлокий (исломий) молиялаштириш тизими – инновацион молиялаштириш востиси сифатида (Ўзбекистон ва МДХ мисолида). “Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар” илмий электрон журнали. № 5, 2017 й.; Ж.Имамназаров. Ўзбекистонда ислом банк-молия тизимини шакллантириш ва ривожлантириш истиқбол ва имкониятлари. «Бозор, пул ва кредит». – Ташкент, 2018. - №9. – С. 30-37.; Султанов М. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантириш истиқболлари. Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD). ТДИУ-Т.: 2019. 58 б.; Н.Аллаберганова. Ислом кредит институтлари фаолиятининг назарий жиҳатлари. “Молия ва банк иши” электрон илмий журнали. №1, 2019 й. 11-16 б.; Х.Хасанов, О.Давлатяров. 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.

<sup>6</sup> Исломий молиялар ва банк тизими. Таржимон: Ботирхўжа Жўраев. – Т.: “O‘zbekiston”, 2014. – 464 б.; Исломий молия асослари [Матн] / Е.А.Байдаулет. – Тошкент: «O‘zbekiston» НМИУ, 2019. – 432 б.; Ислом иқтисодий модели ва замон [Матн] / Р.И.Беккин – Тошкент: «O‘zbekiston» НМИУ, 2019. – 360 б.

**Целью исследований** является разработка научно-методических и практических предложений по внедрению сукук – Исламских ценных бумаг в Узбекистане.

**Задачи исследований:**

исследование научных подходов к сущности Исламских финансов и их современным финансовым инструментам и раскрыть научные основы механизма работы и типологии сукук;

освещение научно-теоретических взглядов о содержании и роли сукук на рынке ценных бумаг как экономическая категория;

оценка уровня развития и современного состояния сукук на фондовом рынке;

обоснование влияния финансового инструмента сукук на экономическое развитие через эконометрический анализ;

исследование передового механизма внедрения сукук в международной практике и выявление его особенностей;

анализ правовых и организационных основ внедрения сукук в экономику Узбекистана;

разработка научно обоснованных предложений и рекомендаций по внедрению и развитию сукук в экономике Узбекистана.

**Объектом исследований** является финансовый инструмент сукук на фондовых биржах.

**Предметом исследований** являются экономические отношения, возникающие в процессе внедрения и развития инструмента сукук.

**Методы исследований.** При выполнении задач исследования использовались метод научной абстракции, эмпирической метод, методы наглядной статистики, экспертной оценки, группирования, сравнительного и динамического анализа, синтеза, корреляционного и регрессионного анализа.

**Научная новизна исследований** состоит из следующего:

разработаны конструктивные этапы, отражающие приоритетные задачи по внедрению сукука как нового финансового инструмента на основе передового зарубежного опыта;

с учетом генезиса, концептуальных принципов и типологии экономической категории «сукук» предложено выделить этот инструмент как отдельный вид ценных бумаг, в отличие от обыкновенных акций и облигаций;

выявлена положительного влияния развития инструмента сукук на экономический рост за счет конкуренции между финансовыми секторами и трансформации неиспользованных средств в инвестиции;

предложено использование инструмента сукук в Узбекистане на основе принципов мушарака, мудораба, муробаха, салам, истисна и ижара, раскрывая особенности наличия риска, заинтересованности в прибыли деятельности и приоритета интересов большинства над интересами одного человека.

**Практические результаты исследования** состоит из следующего:

усовершенствована классификация инструментов сукук по целям деятельности на фондовой бирже с учетом наличия оплаты погашения и определенного уровня дохода;

научно обоснована роль сукук как финансового инструмента путем раскрытия вопросов важности роли сукука на фондовых биржах, его таких характеристик, как определенность прав и обязательств по нему, отсутствие ссудных процентов по нему, и наличие его покрытия реальными активами, также путем классификации его характеристик, присущих и отсутствующих у обыкновенных акций и облигациях;

составлена типология и систематизация владельцев сукуков - инвесторов и эмитентов, заинтересованных в финансировании проекта с учетом похожих и отличающих характеристик в соответствии с отношениями между владельцами сукуков;

на основании глубокого структурного анализа процессов на рынке сукук по объемам, срокам, типам валют эмиссий, также организационно-правовой форме эмитента дана оценка роли и значения сукук в тенденции развития фондового рынка в глобальном и региональном срезам.

**Достоверность результатов исследований** определяется тем, что они обоснованы сравнительным и критическим анализом научно-теоретических взглядов ученых-экономистов о механизме действия сукук, результатами изучения и обобщения нормативно-правовых основ местного и передового опыта зарубежных стран, официальными местными источниками и источниками респектабельных международных организаций, в том числе, выдачей заключений путем анализа процесса на основании открытых статистических данных международных организаций.

**Научная и практическая значимость результатов исследований.** Научная значимость результатов исследований объясняется тем, что их можно использовать при разработке стратегии развития рынка капитала, а также при осуществлении научных исследований по перспективам внедрения и развития инструмента сукук на фондовом рынке.

Наряду с возможностью использования при разработке стратегии развития рынка капитала, практическая значимость результатов исследования также определяется возможностью использования при разработке законодательства и законодательных актов, указов, постановлений и распоряжений Президента, и постановлений Кабинета Министров, и других нормативных актов для данной отрасли, которые будут приниматься в целях привлечения и размещения свободных денежных средств иностранных инвесторов, хозяйствующих субъектов, финансовых институтов и населения.

**Внедрение результатов исследований.**

На основании полученных результатов научных исследований по вопросам внедрения инструментов сукук в фондовый рынок Узбекистана:

предложение по конструктивные этапы, отражающие приоритетные задачи по внедрению сукука как нового финансового инструмента на основе

передового зарубежного опыта было использовано при разработке проекта Стратегии развития рынка капитала Республики Узбекистан на 2020-2025 годы (справка Агентства по развитию рынка капитала Республики Узбекистан № 01-02/06-176 от 5 февраля 2020 года). Реализация данного предложения в практику послужит для диверсификации видов финансовых инструментов на фондовой бирже и повышения уровня удобства работы на рынке.

предложение по выделению инструмента сукук как отдельный вид ценных бумаг, в отличие от обыкновенных акций и облигаций с учетом генезиса, концептуальных принципов и типологии экономической категории «сукук» было использовано при подготовке определения к понятию «сукук» по приказу №04/20 Антимонопольного комитета Республики Узбекистан (справка № 53/04-20 от 14 января 2020 года Антимонопольного комитета Республики Узбекистан). Внедрение данного предложения в практику обеспечит фиксацию определения сукук в законодательстве Республики Узбекистан;

выводы о наличии положительного влияния развития инструмента сукук на экономический рост за счет конкуренции между финансовыми секторами и трансформации неиспользованных средств в инвестиции были использованы при подготовке предложений по внедрению новых финансовых инструментов по приказу №04/20 Антимонопольного комитета Республики Узбекистан (справка № 53/04-20 от 14 января 2020 года Антимонопольного комитета Республики Узбекистан). Обоснованы положительные аспекты внедрения инструмента сукук в экономику страны в результате реализации данного предложения;

предложение по использованию инструмента сукук в Узбекистане на основе принципов мушарака, мудораба, муробаха, салам, истисна и ижара, раскрывая особенности наличия риска, заинтересованности в прибыли деятельности и приоритета интересов большинства над интересами одного человека было использовано при подготовке предложений по внедрению новых финансовых инструментов по приказу №04/20 Антимонопольного комитета Республики Узбекистан (справка № 53/04-20 от 14 января 2020 года Антимонопольного комитета Республики Узбекистан). В результате внедрения этого предложения, создана возможность определения правительством приоритетных направлений при внедрении инструмента сукук.

#### **Апробация результатов исследований.**

Результаты исследований были изложены в виде лекций, выступлений и прошли апробацию в 4 республиканских, 3 международных научно-практических конференциях и в 1 научном семинаре.

#### **Опубликованность результатов исследований.**

К настоящему времени по теме исследований опубликовано 17 научных работ, из них 10 были опубликованы в журналах, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан, из них 2 в зарубежных журналах.

**Структура и объем диссертации.** Диссертация состоит из введения, 3 глав, выводов, списка использованной литературы. Общий объем диссертация составляет 111 страниц.

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **Введении** обосновывается актуальность и необходимость темы диссертации, формулируются цель и основные задачи исследования, объект и предмет исследования, указывается связь исследований с приоритетными направлениями развития науки и технологий в республике, освещается научная и практическая значимость полученных результатов, излагаются факты апробации результатов исследований в практике, приводятся данные об опубликованных работах и содержании диссертации.

В первой главе диссертации, озаглавленной **«Сущность Исламских ценных бумаг – сукук и их теоретические и научные основы»**, освещаются основные понятия Исламских финансов, их современные финансовые инструменты, научно-теоретические взгляды о сукуке и его специфические аспекты, а также классификация инструментов сукук по целям деятельности. Приводятся теоретические результаты и выводы исходя из задач исследования.

Исламские финансы представляют собой систему, которая включает в себя полностью соответствующие принципам Ислама и правилам финансовые инструменты и законы. В XXI веке интерес к Исламским финансам высок, и наблюдается рост объема работ по проведению научных исследований и подготовке аналитических материалов.

Концепция финансов, которая основывается на принципах Ислама (Шариата), построена на основных принципах Ислама, касающиеся прав собственности, социальной и экономической справедливости, распределения доходов и управления. Одним из наиболее специфических аспектов данной системы является запрет Рибха (запрещенный ссудный процент) и Гарар (присутствие неопределенности в договорах и соглашениях).<sup>7</sup> Кроме того, специфическим аспектом Исламских финансов является запрет на финансирование Майсир (азартных игр, чрезмерно высокого риска) и запрещенных Шариатом видов деятельности, таких как производство и торговля алкогольной продукцией, наркотиков, табаком, продуктами свинины.

Исходя из соображений наших исследований, можно перечислить следующие основные концептуальные принципы Исламских финансов:

- отсутствие гарантированной прибыли от финансовой деятельности, то есть наличие риска (принцип «без риска, нет и выигрыша» (кто не рискует,

---

<sup>7</sup> Mahmoud Mohieldin. Realizing the Potential of Islamic Finance // World Bank, Economic Premise, Poverty Reduction and Economic Management (PREM) Network, March 2012, 77, p1.

тот не выигрывает»<sup>8</sup>). Запрещается установка заранее фиксированной или рассчитанной прибыли от номинальной стоимости инвестиций.

наличие интереса в получении прибыли в результате деятельности;

соблюдение прав человека и развитие сотрудничества;

интересы большинства ставятся выше интересов одного человека;

запрет на вредную для человека, разжигающую вражды между людьми и любую другую вредную деятельность;

допускаются небольшие потери для устранения, предупреждения больших потерь.

На основании принципов Исламских финансов, Исламские финансовые инструменты можно выделить в четыре группы: распределение прибыли и потерь, долг, аренда и взаимная гарантия.

Таблица 1

**Похожие и отличающие аспекты инструментов сукука в сравнении с простыми акциями и облигациями<sup>9</sup>**

Тип ценных бумаг	Обыкновенная акция	Сукук	Облигация
Форма выпуска	эмиссионная ценная бумага	эмиссионная ценная бумага	эмиссионная ценная бумага
Участие в корпоративном управлении	Участвует в управлении и прибыли	по типу: полное участие, доля в чистой прибыли, долговое обязательство	Возлагает только долговое обязательство
Срок обращения	нет	есть	есть
Прибыль инвестора	дивиденд	Доля в чистой прибыли или отсроченный дополнительный платеж	Гарантированная процентная ставка
Возврат номинальной стоимости	не гарантирован	не гарантирован	гарантирован
Вероятность разницы между номинальной стоимостью и стоимостью погашения	есть	есть	нет
Покрытие активами	есть	есть	по типам
Концептуальные основы	человеческое мышление	шариат	человеческое мышление
Упорядочение	нормативно-правовые акты	шариат, нормативно-правовые акты	нормативно-правовые акты
Отрасль финансирования	любая	Согласно Шариату	любая
Торговля на вторичном рынке	возможна	по типам: возможна, нельзя	возможна

Существуют различные подходы к определению и раскрытию характеристик сукуков. Если взять их вместе, то можно раскрыть сущность данного нового финансового инструмента. Однако, финансовый рынок постоянно развивается и предлагает рынку новые инструменты. Соответственно, совершенствуются как типы и функции сукуков, так и их

<sup>8</sup> Chapra M.U. The Global Financial Crisis: Can Islamic Finance Help?// Islamic Economics and Finance: A European Perspective, edited by J.Langton, C.Trullols and A.Turkistani. London: Palgrave Macmillan, 2011, p138.

<sup>9</sup> Таблица составлена автором.

роль в обществе. Кроме того, приводимые определения даны зарубежными учеными и нам не удалось найти толкование ученых Узбекистана вопросов сукук. В этой связи, в конце научного исследования мы посчитали нужным дать авторское толкование сукука.

Сукук – (множественное число слова «сакк», на арабском - акт, документ, чек) является эмиссионной ценной бумагой, основанной на принципах Шариата и которая свидетельствует о доле в правах собственности в отношении инвестиционной деятельности или ее активов, и основана на погашение и риска уровня прибыли.

Таблица 2

**Похожие и отличительные черты некоторых видов сукук<sup>10</sup>**

Виды сукук	Сукук Мущорака	Сукук Мудораба	Сукук Муробаха	Сукук аренды	Сукук Салам
<b>Суть</b>	доля в управлении и чистой прибыли	доля в чистой прибыли	дебиторская задолженность	дебиторская задолженность	дебиторская задолженность
<b>Участие в управлении</b>	да	нет	нет	нет	нет
<b>Прибыль</b>	доля в чистой прибыли	доля в чистой прибыли	Разница между общей суммой периодических платежей по активу под сукук и номинальной стоимостью	Периодические платежи за аренду	Разница между реализацией продукции и номинальной стоимостью
<b>Предварительная известность прибыли</b>	неизвестно	неизвестно	известно	известно	неизвестно
<b>Платежи</b>	периодические	периодические	периодические	периодические	один раз
<b>Срок погашения</b>	в согласованный срок	в согласованный срок	Транзакция последнего платежа	в согласованный срок	При реализации продукции
<b>Цена погашения</b>	рыночная стоимость проекта	рыночная стоимость проекта	нет специального платежа для погашения	рыночная стоимость актива	рыночная стоимость продукции
<b>Каким активом покрывается</b>	в рамках проекта	в рамках проекта	в процессе купли-продажи	в рамках аренды	Продукция, производимая в будущем
<b>Торговля на вторичном рынке</b>	возможно	возможно	нельзя	возможно	нельзя

В инструменте Сукук также присутствуют некоторые черты обыкновенных акций и облигаций. Таким образом, данный вид сертификатов можно считать гибридной ценной бумагой. Еще одной чертой этого вида Исламских ценных бумаг, отличающей их от других традиционных ценных бумаг, является участие институтов КСН - SPV (special purpose vehicle - компания специального назначения) и Шариатского совета. Эти два института играют важную роль в деятельности сукук и служат для

<sup>10</sup> Таблица составлена автором.

преодоления сложностей на всех этапах. Из-за наличия специфических особенностей, требующих высокой точности при осуществлении операций с инструментами сукук, как правило, для эмитента организуется отдельный инструмент специального назначения (SPV). Поскольку SPV предоставляет возможность эффективно управлять бизнес-проектами и финансовыми операциями. Как мы отмечали выше, эмитенту необходимо будет создать Шариатский Совет. Кроме того, по желанию эмитента и требованиям местного законодательства могут привлекаться агентства по андеррайтингу и рейтинговые агентства.

Отсутствие основанных на принципах Исламских финансов операционных инструментов можно рассматривать как одно из препятствий для развития фондового рынка, что представляет неудобства их рынка для некоторых типов потенциальных инвесторов. Это также приводит к неэффективному накоплению капитала и переходу к «теневой» экономике. С этой точки зрения, внедрение Исламских ценных бумаг для повышения удобства фондового рынка страны для инвесторов всех категорий, сокращения объемов «теневой» экономики и эффективного накопления финансовых ресурсов, которые остались за пределами экономики приобретает особую важность.

По отношению инвесторов и КСН существует несколько видов сукук, каждый из которых осуществляется по особому механизму (Таблица 2).

Вторая глава диссертации названа «Развитие сукук на фондовых рынках и анализ современных тенденций», в которой приводится эконометрический анализ возникновения сукук на мировом фондовом рынке, его сегодняшней роли на рынках, анализ состояния рынка сукук в разрезе регионов и влияния развития инструмента сукук на экономическое развитие.

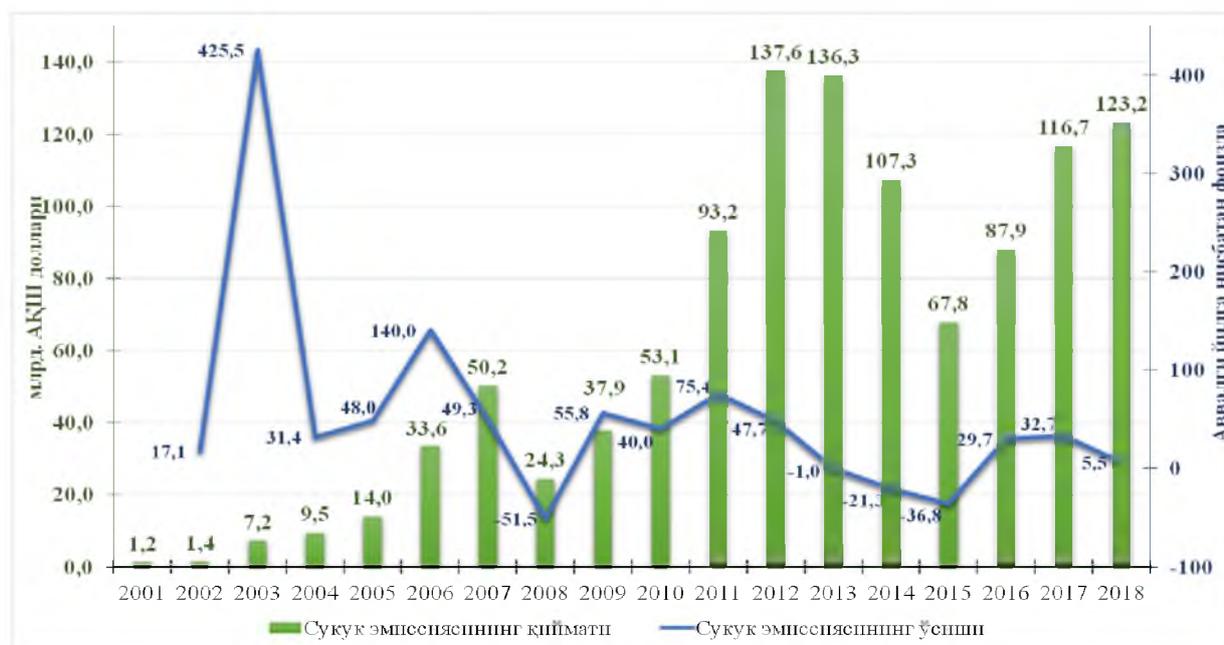
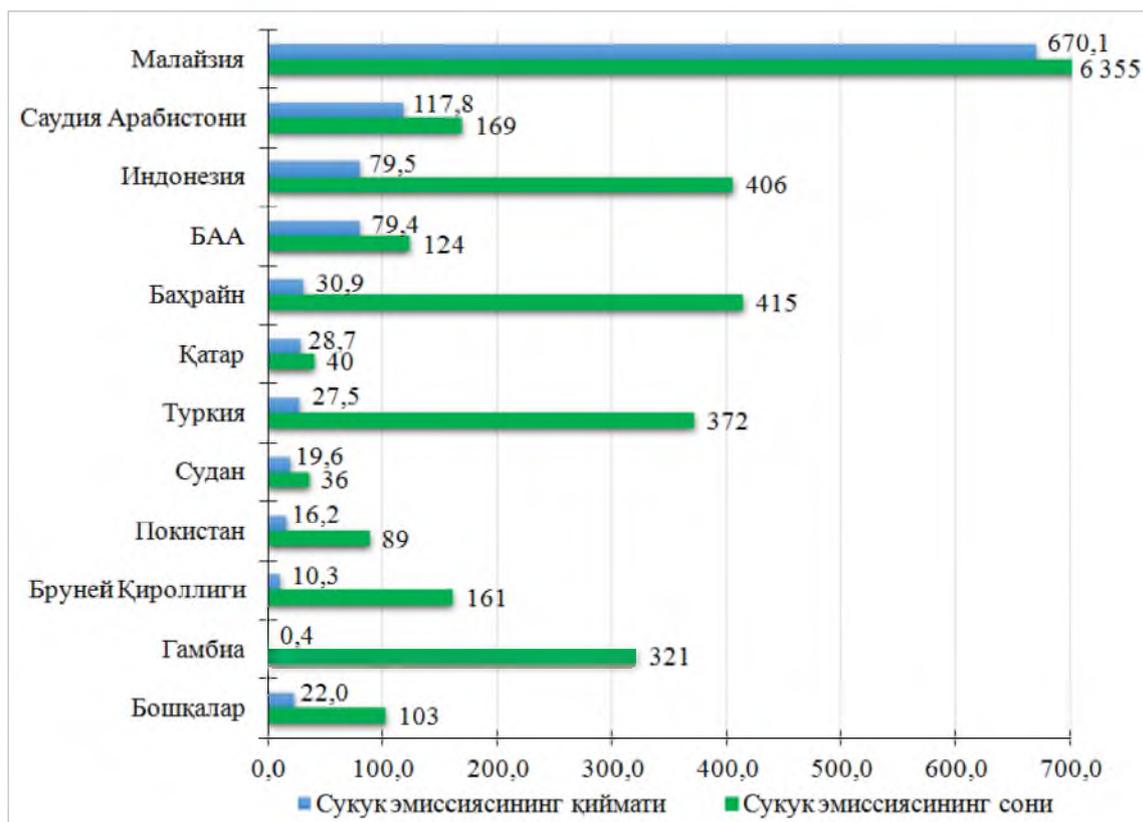


Рисунок 1. Динамика объемов эмиссий сукук в мире<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, July 2019, 8<sup>th</sup> edition. p21.

Исторические документы свидетельствуют, что вопросы рыночного инструмента сукук впервые были освещены в работе Имама Малика «Аль-Муватта». Этот рыночный механизм практиковался в VII веке во времена халифата Умавиев. Попытки эмиссии сукук в современном виде были предприняты в 1978 году в Иордании и в 1980 году в Пакистане. Однако, из-за отсутствия достаточного уровня рыночной инфраструктуры и прозрачности, эти попытки не увенчались успехом. Первым успешным выпуском инструмента сукук считается выпуск в 1990 году инструмента сукук в Малайзии на сумму 125 миллионов малазийских ринггитов – в эквиваленте 32,9 миллиона долларов США. Инструмент сукук начал интенсивно развиваться только в XXI веке, и за последние 17 лет наблюдается тенденция роста рынка сукук. Если в 2001 году годовой объем эмиссий сукук составил 1,2 млрд. долларов США, то к концу 2018 года их объем достиг 123,2 млрд. долларов США (Рисунок 1). До 2019 года, общий объем эмиссий инструментов сукук составил более 1,1 трлн. долл. США.

На долю Малайзии приходится 60,8% или 670,1 млрд, долл. США от общего мирового объема эмиссий, осуществленных до 2019 года (Рисунок 2). В 2019 году, в Малайзии было осуществлено более 6 тысяч эмиссий.



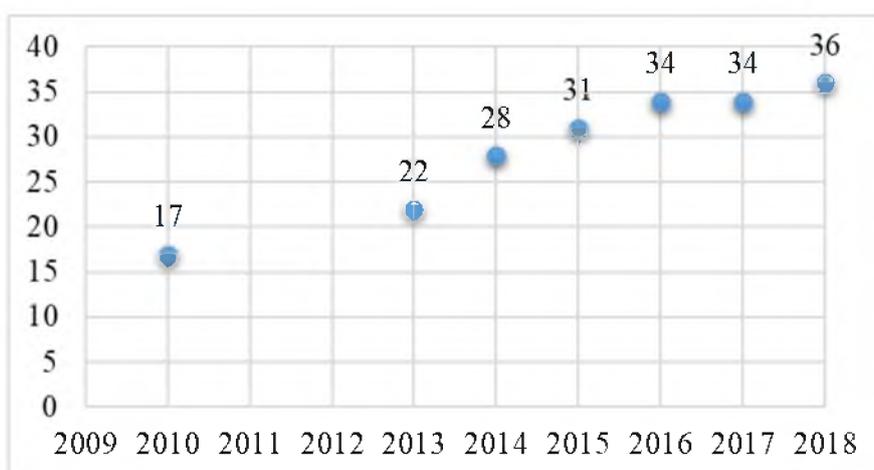
**Рисунок 2. Объем эмиссий сукук в некоторых странах (2001-2018гг., млрд. долларов США)<sup>12</sup>**

В Малайзии эмиссии инструментов сукук в основном производятся в национальной валюте. Следующее место по стоимости эмиссий занимает

<sup>12</sup> Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, July 2019, 8<sup>th</sup> edition. pp59-60.

Саудовская Аравия, где стоимость выпущенных инструментов сукук составила 117,8 млрд. долларов США или 10,7%. Затем следуют Индонезия, которая выпустила инструментов сукук на сумму 79,5 млрд. долларов США (7,2%) и ОАЭ - где осуществлена эмиссия сукук на сумму 79,4 млрд. долларов США (7,2%). На долю этих 4 стран приходится 85,9% выпущенных в мире объемов сукука. Также, среди стран Центральной Азии, в Казахстане выпущено инструментов сукук на 77 миллионов долларов США. Только в 2018 году в Турции было осуществлено 189 эмиссий, и страна заняла следующее после Малайзии (644 эмиссий) место.

В мире насчитывается всего 36 стран - эмитентов сукуков (Рисунок 3), наибольший объем сукука. И если рассматривать по регионам, большая часть выпущенных сукуков сосредоточена в Азии и составляет 96,7%. В то время как до 2000 года Малайзия была единственной выпустившей сукук страной в мире, то в 2010 году количество таких стран увеличилось на 17, и к концу 2018 года их число достигло 36.



**Рисунок 3. Тенденция роста количества стран, которые осуществляют эмиссию сукуков<sup>13</sup>**

Сукук как инструмент Исламского финансирования используется не только в мусульманских, но и в немусульманских странах. Сейчас инструменты сукук используются в качестве одного из удобных способов обеспечения ликвидности таким институциональным инвесторам, как банки, инвестиционные фонды и страховые компании.

Анализы показывают положительное влияние увеличения выпусков сукука на рост экономики. По нашему мнению, выпуски инструментов сукук оказывают положительное влияние на рост экономики благодаря следующим факторам: во-первых, эффективное использование фондов мусульман, которые, из-за наличия таких факторов, как Рибха и Майсир, не могут инвестировать свои средства в традиционные облигации с точки зрения требований Шариата. Во-вторых, это удобный инструмент снижения уровня риска за счет диверсификации инвестиционного портфеля. В-третьих, принцип разделения рисков способствует эмитенту осуществлять еще

<sup>13</sup> Составлено автором на основании данных отчета: Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market 2013-2019.

больше инвестиционных проектов. В-четвертых, развитие рынка ценных бумаг способствует развитию конкуренции между финансовыми секторами.

Таблица 3

**Результаты простого регрессионного и корреляционного анализов  
(на примере Малайзии)<sup>14</sup>**

Зависимая переменная: Национальный доход на душу населения ( <i>lngnipc</i> )				
Метод: Наименьших квадратов				
Данные: 2006-2018гг.				
Количество наблюдений: 13				
Переменные	Коэффициент	Стандартная ошибка	t-статистиче	Вероятность
Объем сукуков в обращении ( <i>lnso</i> )	0,184419	0,018732	9,845261	0,0000
C	9,265272	0,109297	84,77156	0,0000
Коэффициент детерминации	0,898081	Среднее значение других переменных		10,33518
Исправленный коэффициент детерминации	0,888816	Стандартное отклонение зависимых переменных		0,126198
Стандартная ошибка регрессии	0,042080	Критерий Акайке		-3,357857
Квадратная сумма остатков	0,019478	Критерий Шварца		-3,270942
Значение функции максимальной сходимости	23,82607	Критерий Ханнан-Куинн		-3,375722
F-статистика	96,92917	Статистика Дарбина-Уотсона		0,731932
Вероятность (F-статистика)	0,000001			

В процессе наших исследований нами проведена оценка влияния развития инструмента сукука на экономическое развитие. Для оценки были выбраны фактор объема сукука в обращении (*so*) и фактор национального дохода на душу населения (*gnipc*). Все показатели были рассчитаны в национальной валюте для 2006-2018 гг. по неизменяемым ценам 2010 года.

Регрессионный анализ данных показывает, что для национального дохода на душу населения (*lngnipc*), которая считается зависимой переменной, есть независимо переменная объема сукуков в обращении (*lnso*) (Таблица 3). Откорректированный коэффициент детерминации показал насколько хорошо сформированная модель соответствует данным. Коэффициент детерминации, который корректировался в сформированной модели, показал, что национальный доход на душу населения (*lngnipc*) зависит от объема сукука в обращении, который считается фактором,

<sup>14</sup> Выполнено автором с помощью программы Eviews

сформированным в модели на 89,8%. Остальные 10,2 процента обусловлены другими факторами, которые не были приняты во внимание.

По приведенным расчетам была сформирована следующая модель:

$$\ln gnipc_i = 9,26 + 0,18 \ln sco_i + \varepsilon_i \quad (1.1)$$

Мы проверили нашу регрессионную модель по всем критериям и на основании проверок, была определена статистическая значимость критериев, надежность параметров моделей, отсутствие автокорреляции и гетероскедастических ошибок, также правильность распределения остатков. В заключении можно сказать, что без учета других факторов (*ceteris paribus*), рост объема инструментов сукук в обращении на 1% приводит к (соответствует) 0,18 процентному росту национального дохода на душу населения.

В третьей главе диссертации, озаглавленной **«Перспективы внедрения инструментов сукук в экономику Узбекистана»**, изучен международный опыт и механизм внедрения сукука, проведены анализы правовых и организационных основ внедрения инструмента сукук в экономику Узбекистана, разработаны предложения и рекомендации по внедрению и развитию сукука в нашей стране.

В Малайзии первые действия по Исламским финансам начинались в 1969 году, и правительством было учреждено первое Исламское финансовое учреждение в стране – Фонд Хаджи (*Lembaga Tabung Haji*)<sup>15</sup>. В 1983 году начал свою деятельность первый Исламский банк Малайзии-Исламский банк Малайзии - *Bank Islam Malaysia Berhad*. Значительная часть средств Фонда Хаджи была переведена в этот банк (Таблица 4).

В 1992 году парламент Малайзии утвердил закон, разработанный для учреждения единого органа для регулирования рынка ценных бумаг. Закон вступил в силу 1 марта 1993 года и Комиссия по ценным бумагам официально начала свою деятельность.

Управление деятельности Комиссии осуществляется ее председателем, который назначается Наблюдательным советом комиссии. Наблюдательный совет состоит из 9 человек. Кроме этого, в рамках комиссии формируется независимый Шариатский Консультативный совет для получения ответов на вопросы по Исламским ценным бумагам на основе Исламских принципов и решения проблемных ситуаций. Данный совет проводит проверки выпускаемых Исламских ценных бумаг на предмет их соответствия принципам Ислама, вносит предложения Комиссии по вопросам деятельности Исламского рынка капитала, и через определенные промежутки времени публикует перечень соответствующих принципам Ислама ценных бумаг. Шариатский Консультативный совет начал свою деятельность в 1996 году и считается Высшим комитетом в стране по спорам на Исламском рынке капитала.

---

<sup>15</sup> И.А.Зарипов. Малайзия – флагман исламских финансов // Вестник финансового университета. 2016. №4. с121.

Кроме этого, Исламскими финансами занимается большинство высших учебных заведений, научные и международные центры. Малайзия становится мировым центром по Исламским финансам. Штаб-квартира Совета по Исламским финансовым услугам (*СИФУ - Islamic Financial Services Board – IFSB*) находится в Куала-Лумпуре.

На основании результатов изучения зарубежного опыта формируется вывод о необходимости реализации комплексных мер, охватывающих вопросы системного подхода к внедрению Исламских финансов, подготовки кадров, создания полной правовой базы, использования помощи организаций с богатым практическим опытом.

Таблица 4

**Основные этапы развития Исламских ценных бумаг в Малайзии<sup>16</sup>**

Годы	Осуществленные меры
1969	Учреждение Фонда Хаджи
1983	- Принятие закон об «Исламских банках»; - Запуск деятельности первого исламского банка; - Внесение соответствующих изменений в законы «Об индустрии ценных бумаг» и «О ценных бумагах».
1990	Эмиссия первого выпуска сукук.
1993	Учреждение комиссии по ценным бумагам.
1996	Учреждение Шариатского совета в составе Комиссии по ценным бумагам.
2000	Принятие 10-летнего плана мер по развитию Исламских финансов.
2006	Организация Малазийского международного центра Исламских финансов (MIFC), Международного центра обучения Исламским финансам (INCEIF) и Исследовательская академия Шариата по Исламским финансам (ISRA).
2007	Принятие закона «О рынке капитала и ценных бумагах».
2013	Принятие законов «Об услугах по Исламскому финансированию» и «О финансовых услугах».

В Указе Президента Республики Узбекистан № ПП-4127 от 24 января 2019 года «Об организации деятельности Агентства по развитию рынка капитала Республики Узбекистан» поставлена Задача разработки стратегии развития рынка капитала, в которую включены ряд приоритетных направлений, в частности: повышение удобства функционирования рынка капитала для всех категорий инвесторов за счет применения успешно прошедших испытания передовых подходов зарубежных стран; создание эффективного и приемлемого механизма банковского кредитования; развитие стабильной системы кадрового обеспечения рынка капитала, соответствующей современным требованиям.

<sup>16</sup> Составлено автором на основании данных сайтов  
<https://www.tabunghaji.gov.my/>, [http://www.bnm.gov.my/documents/act/en\\_ib\\_act.pdf](http://www.bnm.gov.my/documents/act/en_ib_act.pdf),  
<https://www.sc.com.my/regulation/acts> и [http://www.bnm.gov.my/index.php?lang=en&ch=en\\_legislation](http://www.bnm.gov.my/index.php?lang=en&ch=en_legislation)

Следует отметить, что упомянутые выше Исламские ценные бумаги и приводимые ниже предложения по их внедрению на фондовый рынок Узбекистана полностью соответствуют этим задачам.

Одной из основных причин развития инструмента сукук стала эффективное направление средств той категории инвесторов, которые не могли использовать традиционные облигации из-за их несоответствия принципам Ислама. Рассматриваемый как альтернатива банковским кредитам, этот механизм регулярно оправдывает себя и развивается на мировых рынках. Кроме того, использование этого механизма сокращает переход неиспользуемых в традиционной экономике средств в «теневую экономику», то есть внедрение Исламских ценных бумаг служит как один из факторов сокращения доли *«теневой экономики»*. И это положение полностью соответствует условиям, изложенным в пункте 51 Приложения № 1 Указа Республики Узбекистан № ПФ-5635 от 17 января 2019 года «О Государственной программе по реализации Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах в «Год активных инвестиций и социального развития».

На основании результатов изучения современного состояния нормативно-правовых актов Узбекистана было установлено, что для внедрения и эффективного использования инструмента сукук в Узбекистане необходимо вносить изменения и дополнения в законодательные акты нашей страны. В частности,

с учетом участия КСН (SPV) (при учреждении отдельного общества/компании) в качестве эмитента и основного общества (компании) как инициатора эмиссии, применение действующего в настоящее время механизма требований ооднолетней рентабельности и других требований, предъявляемых к эмитенту корпоративных облигаций инициатору эмиссии сукук;

выступление инициатора в качестве гаранта прав инвесторов для гарантирования полного исполнения эмитентом обязательств перед владельцами ценных бумаг сукук;

введение инструмента сукуков в законодательство как разновидность облигаций и отражение типов сукук;

введение понятия Шариатского совета и определение его правового статуса. Возложение обязательства создавать Шариатский совет на эмитента инструмента сукук.

Также учеными-экономистами и исследователями нашей страны обоснована необходимость внедрения системы Исламских финансов, также подчеркиваются перспективы и возможности формирования этой системы<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Ж.Имамназаров. Ўзбекистонда ислом банк-молия тизимини шакллантириш ва ривожлантириш истиқбол ва имкониятлари. «Бозор, пул ва кредит». – Ташкент, 2018. - №9. – С. 30-37; Н.Аллаберганова. Ислам кредит институтлари фаолиятининг назарий жиҳатлари. “Молия ва банк иши” электрон илмий журнали. №1, 2019

С этой точки зрения, в Узбекистане целесообразно внедрять инструменты сукук как одно из направлений Исламского финансирования.

Несмотря на отсутствие правовых основ для внедрения инструментов сукук с целью развития фондового рынка Узбекистана, можно утверждать о наличии некоторых аспектов Исламского финансирования. Это послужит основой для внедрения Исламских финансов, в частности инструментов сукук. Эти аспекты можно кратко изложить в следующем виде:

с 2003 года Республика Узбекистан является членом Исламского банка развития и с 2004 года - Исламской Корпорации развития частного сектора. Согласно опубликованной по итогам 9 месяцев 2018 года информации, с начала финансирования проектов в Республике Узбекистан группой Исламского банка развития, общая стоимость портфеля составила 1,9 млрд. долларов США;

В 2011 году было создано ИП ООО «ТАИВА LEASING», работающее по принципу лизинга (taibaleasing.com);

Указом Президента Республики Узбекистан № ПФ-5416 от 16 апреля 2018 года создана Международная исламская академия Узбекистана для подготовки специалистов по специальности исламская экономика и финансы;

с февраля 2019 года Узбекистан стал членом Международной организации Исламской торговли и финансов и Исламской корпорации по страхованию инвестиций и экспортных кредитов. Таким образом, Узбекистан добился членства во всех организациях Группы Исламского банка развития;

5 марта 2019 года принято Постановление Президента Республики Узбекистан № ПП-4224 «О мерах по дальнейшему расширению и углублению партнерства с Группой Исламского банка развития и фондами Арабской координационной группы»;

2-4 мая 2019 года состоялся международный семинар на тему «Форум - 2019 СНГ-Исламское банковское дело и финансирование» и прошел семинар «Исламское банковское дело, такафул и Исламское микрофинансирование»;

23 мая 2019 года принято Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 428 «О мерах по дальнейшему развитию сотрудничества с Группой Исламского банка развития и фондами Арабской координационной группы»;

с августа 2019 года разработан проект Исламского окна «Hi-Tech Bank».

Около 90% населения Узбекистана составляют мусульмане, что свидетельствует о наличии спроса на ценные бумаги, основанные на Исламских принципах. Однако главным препятствием для развития сектора Исламских ценных бумаг будет практически полное отсутствие грамотности населения по механизму работы инструментов сукук и недостаточный профессиональный уровень специалистов отрасли. Из-за существований

таких проблем, потребуется поэтапное внедрение инструментов сукук на фондовый рынок Узбекистана.

Изучив опыт Малайзии и других зарубежных стран по формированию, тенденциям развития и сегодняшнюю деятельность инструментов сукук, а также существующие условия нашей страны, нами разработаны приоритетные задачи по внедрению сукук на фондовый рынок, а также предложения по выполнению этих задач в следующие три этапа:

1-й этап. Создание институциональных основ. Этот этап будет состоять из двух одновременно осуществляемых направлений:

1-е направление. Формирование системы подготовки кадров, финансовой инфраструктуры и повышение грамотности населения;

2-направление. Создание правовой базы;

2-й этап: Утверждение проекта для эмиссии сукук и реализация первичной эмиссии;

3-й этап. Разработка долгосрочной стратегии.

В случае принятия постановления Президента Республики Узбекистан у учетом того, что все вышеперечисленные предложения направлены на внедрение нового финансового инструмента на рынке ценных бумаг, мы считаем целесообразным назначить Агентство по развитию рынка капитала в качестве координирующего органа.

Кроме этого, разработанные нами предложения могут быть использованы при разработке Стратегии развития рынка капитала. Это позволит активизировать процесс внедрения нового финансового инструмента на фондовый рынок Узбекистана.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Выполненные научные изыскания и анализы позволили формированию следующих выводов:

1. Требования общества являются основным фактором в формировании и развитии исламских финансов, в частности сукук. В финансовой системе Исламское финансирование уже сформировались как отдельная модель, и исторически существующие и сложившиеся Исламские финансовые взгляды легли в основу современной Исламской финансовой системы. На сегодняшний день эта система эффективно используется даже в тех странах, где мусульмане составляет небольшую часть населения.

2. Система Исламского финансирования характеризуется наличием ней особых понятий Рибо (ссудный процент), Гарар (неопределенность в договорах), и Майсир (азартные игры, чрезмерные риски), таких инструментов, как мушорака, мудораба, мурабаха, салам, истисна, также основанных на арендные (лизинговые) договоры современных финансовых инструментов, и наличием в них рисков, заинтересованности в прибыли в

результате деятельности, также в этой системе интересы большинства имеют приоритет перед интересами меньшинства.

3. На основании результатов изучения литературы по понятию сукук было установлено наличие различных толкований среди ученых. Углубленный научный анализ содержания и сущности сукук показывает, что это отдельный вид гибридных ценных бумаг, включающий в себя элементы обыкновенных акций и облигаций. Определение социально-экономического содержания данного вида ценных бумаг, его функций и места в финансировании инвестиционных проектов послужило основой для разработки авторского подхода к понятию сукук.

4. По целям деятельности, инструменты сукук подразделяются по различным классам. Считается целесообразным усовершенствовать классификацию инструментов сукук на основании их роли в качестве нового финансового инструмента путем группирования их похожих и отличительных черт по сравнению с обыкновенными акциями и облигациями с помощью раскрытия особых характеристик сукуков, включающих их важную роль на фондовом рынке и определенности прав и обязательств по ним, отсутствие ссудных процентов и их покрытие реальными активами.

5. В настоящее время инструменты сукук широко используются в качестве альтернативного финансового инструмента не только в мусульманских странах, но и в развитых странах, где мусульмане не составляет большинство местного населения.

6. Эконометрический анализ статистических данных по Малайзии показывает наличие высокой положительной взаимозависимости между объемом находящихся в обращении инструментов сукук и национальным доходом на душу населения, и увеличение объема инструментов сукук оказывает положительное влияние на развитие экономики за счет таких факторов, как поддержка конкуренции между финансовыми секторами через развитие рынка ценных бумаг и трансформация неиспользуемых средств в инвестиции с помощью Исламских финансовых инструментов.

7. При внедрении инструментов сукук на фондовый рынок Узбекистана, будет целесообразным использовать опыт Малайзии, а по понятию сукук и методологическим основам механизма его действия руководствоваться требованиями 17-го стандарта Организации бухгалтерского учета и аудита для исламских финансовых институтов (AAUIFI) и за технической помощью обращаться к Исламскому банку развития и Организации бухгалтерского учета и аудита для Исламских финансовых институтов.

8. В Узбекистане нет Исламской финансовой системы. Несмотря на отсутствие правовых основ для внедрения инструментов сукук, в стране все же существуют некоторые аспекты Исламского финансирования. Это послужит основой для внедрения исламских финансов, в частности инструментов сукук.

9. Некоторые аспекты Исламского финансирования все же существуют в Узбекистане. Результаты изучения современного состояния нормативно-правовых актов Узбекистана показали, что для внедрения и эффективного использования инструмента сукук в Узбекистане необходимо вносить изменения и дополнения в законодательные акты. Отсюда следует, что для успешного и эффективного внедрения данного финансового инструмента на фондовый рынок Узбекистана приобретает актуальность разработки и поэтапной реализации стратегии, основанной на комплексном подходе, включающем вопросы законодательства, подготовки кадров и учреждения Шариатского совета.

Вместе с тем, на основе вышеизложенных выводов нами разработаны научные предложения, которые могут служить основой для стратегии поэтапного внедрения сукук на рынок ценных бумаг Узбекистана.

**SCIENTIFIC COUNCIL № DSc.03/30.12.2019.I.17.01  
ON AWARDS OF SCIENTIFIC DEGREES  
AT TASHKENT FINANCIAL INSTITUTE**

---

**RESEARCH CENTER «SCIENTIFIC BASES AND ISSUES OF  
ECONOMIC DEVELOPMENT OF UZBEKISTAN» UNDER TASHKENT  
STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS**

**ABROROV SIROJIDDIN ZUXRIDDIN UGLI**

**PROSPECTS FOR THE IMPLEMENTATION OF SUKUK –  
ISLAMIC SECURITIES IN UZBEKISTAN**

**08.00.07 – Finance, money circulation and credit**

**ABSTRACT  
of the doctor of philosophy (PhD) dissertation on economic sciences**

**Ташкент – 2020**

The theme of the doctor of philosophy (PhD) dissertation was registered under the number B2019.2.PhD/Iqt941 at the Supreme Attestation Commission at the Cabinet Ministers of the Republic of Uzbekistan.

The dissertation has been prepared at the research center «Scientific bases and issues of economic development of Uzbekistan» under Tashkent State University of Economics.

The abstract of the dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian and English (resume)) on the website (www.tfi.uz) and the website of «Ziyonet» information and educational portal (www.ziyonet.uz).

**Scientific supervisor:** Valiyev Bobur Batirovich  
doctor of philosophy (PhD) on economic sciences,  
senior scientific researcher

**Official opponents:** Elmirezayev Samariddin Eshkuvatich  
Doctor of Economic Sciences, Professor  
Khaydarov Nizamiddin Khamrayevich  
Doctor of Economic Sciences, Professor

**Leading organization:** International Islamic Academy of Uzbekistan

The Defence of the dissertation will take place on «24» 11 2020 at 16<sup>00</sup> at the meeting of Scientific Council № DSc.03/30.12.2019.1.17.01 at Tashkent Financial Institute. (Address: 100000, Tashkent city, Amir Timur avenu, 60 A, Tel: (99871) 234-53-34; Fax: (99871) 234-11-48; e-mail: ilmiykengash@tfi.uz.

The PhD dissertation can be reviewed at the Information Resource Center of the Tashkent Financial Institute (registered under number 150), Address: 100003, Tashkent city, Amir Timur avenu, 60 A, Tel: (99871) 234-53-34; Fax: (99871) 234-11-48; e-mail: info@tfi.uz.

The thesis abstract was sent out on «16» 11 2020.  
(mailing report No. 44 on «16» 11 2020).



T.Z. Teshabayev  
Chairman of the Scientific Council for  
awarding scientific degrees, Doctor of  
Economic Sciences, professor

N.N. Kalandarova  
Scientific Secretary of the Scientific  
Council for Awarding Scientific degrees,  
doctor of philosophy (PhD) on economic  
sciences

I.N. Kuziyev  
Chairman of the Scientific Seminar  
under the the Scientific council for  
awarding scientific degrees, Doctor of  
Economic Sciences (DSc), professor

## **INTRODUCTION (abstract of the dissertation (PhD))**

**The purpose of the research** is to develop scientific, methodological and practical proposals for the implementation of sukuk - Islamic securities in Uzbekistan.

### **The research tasks:**

research of scientific approaches to the essence of Islamic finance and their modern financial instruments and to reveal the scientific foundations of the mechanism of work and typology of sukuk;

coverage of scientific and theoretical views on the content and role of sukuk in the securities market as an economic category;

assessment of the level of development and current state of sukuk on the stock market;

substantiation of the impact of the financial instrument sukuk on economic development through econometric analysis;

study of the advanced mechanism for the introduction of sukuk in international practice and identification of its features;

analysis of the legal and organizational framework for the introduction of sukuk into the economy of Uzbekistan;

development of scientifically grounded proposals and recommendations for the implementation and development of sukuk in the economy of Uzbekistan.

**The object of the research work** is the financial instrument sukuk on stock markets.

### **The scientific novelty of the study is as follows:**

constructive stages have been developed, reflecting the mutually agreed priority tasks of sukuk as a new financial instrument based on advanced foreign experience;

it is proposed to distinguish this instrument as a separate type of securities, in contrast to ordinary shares and bonds taking into account the genesis, conceptual principles and typology of the economic category "sukuk";

the degree of the positive influence of the development of the sukuk instrument on economic growth due to competition between financial sectors and the transformation of unused funds into investments using the elasticity coefficients of econometric models was revealed;

the use of the sukuk tool in Uzbekistan is proposed on the basis of the principles of musharaka, mudoraba, murobaha, salam, istisna and ijara, revealing the features of the presence of risk, interest in the profit of activity and the priority of the interests of the majority over the interests of one person.

**Implementation of research results.** Based on the results of scientific research on the implementation of sukuk in the stock market of Uzbekistan:

a proposal for constructive stages reflecting the mutually agreed priority tasks of sukuk as a new financial instrument based on advanced foreign experience was used in the development of the draft Strategy for the Development of the Capital Market of the Republic of Uzbekistan for 2020-2025 (reference of the Agency for the Development of the Capital Market of the Republic of Uzbekistan No. 01-02/06-176 dated February 5, 2020). The implementation of this proposal in

practice will serve to diversify the types of financial instruments on the stock exchange and increase the level of convenience in the market.

the proposal to separate the sukuk instrument as a separate type of securities, in contrast to ordinary shares and bonds, taking into account the genesis, conceptual principles and typology of the economic category "sukuk" was used in preparing a definition for the "sukuk" by order No. 04/20 of the Antimonopoly Committee of the Republic of Uzbekistan (reference No. 53/04-20 of January 14, 2020 of the Antimonopoly Committee of the Republic of Uzbekistan). The introduction of this proposal into practice will ensure the fixation of the definition of sukuk in the legislation of the Republic of Uzbekistan;

conclusions about the presence of a positive impact of the development of the sukuk instrument on economic growth due to competition between financial sectors and the transformation of unused funds into investments using the elasticity coefficients of econometric models were used in preparing proposals for the introduction of new financial instruments by order No. 04/20 of the Antimonopoly Committee of the Republic of Uzbekistan (reference No. 53/04-20 of January 14, 2020 of the Antimonopoly Committee of the Republic of Uzbekistan). The positive aspects of introducing the sukuk tool into the country's economy in the results of the implementation of this proposal have been substantiated;

the proposal for the use of the sukuk tool in Uzbekistan based on the principles of musharaka, mudoraba, murobaha, salam, istisna and ijara, revealing the features of the presence of risk, interest in the profit of the activity and the priority of the interests of the majority over the interests of one person was used in preparing proposals for the introduction of new financial instruments by order No. 04/20 of the Antimonopoly Committee of the Republic of Uzbekistan (reference No. 53/04-20 of January 14, 2020 of the Antimonopoly Committee of the Republic of Uzbekistan). As a result of the implementation of this proposal, it is possible for the government to determine the priority directions in the implementation of the sukuk instrument.

**Publication of research results.** To date, 17 scientific papers have been published on the topic of research, of which 8 were published in journals recommended by the Supreme Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan, 2 scientific articles in respectable foreign journals, and the abstracts of 7 speeches were published in scientific and practical conferences.

**The structure and scope of the thesis.** The thesis consists of an Introduction, 3 chapters, 9 paragraphs, conclusions, a list of references. The total volume of the thesis is 111 pages.

**ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ**  
**СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ**  
**LIST OF PUBLICATIONS**

**I бўлим (I часть; I part)**

1. Abrorov S. The importance of sukuk in the development of economy: as an example of its impact on the income of the Malaysian population. Journal of Critical Reviews. 2020, Volume 7, Issue 2, pp. 776-780 (№3 Scopus).

2. Аброров С.З. Ўзбекистон қимматли қозғалар бозорига сукукларни жорий қилиш истикболлари. “Biznes-Эксперт” илмий журнали, Тошкент, 2017 й., №4 (112), -45-47 б. (08.00.00; №3).

3. Аброров С.З. Ислом молияси тамойилларига асосланган молиявий инструментларнинг моҳияти ва унинг назарий жиҳатлари. “Иқтисодиёт ва таълим” илмий журнали, №2, 2019 й. 133-138 бетлар. (08.00.00; №11).

4. Аброров С.З. Исломий қимматли қозғаларни жорий этишнинг малайзия тажрибаси. “UzBridge” электрон журнали, №1, 2019 й. 47-54 бетлар. (08.00.00; №29).

5. Аброров С.З. Ўзбекистон қимматли қозғалар бозорини ривожлантиришнинг янги омили: исломий қимматли қозғалар ва унинг халқаро стандартлари. Ўзбекистон республикаси ҳаракатлар стратегияси: макроиқтисодий барқарорлик, инвестицион фаоллик ва инновацион ривожланиш истикболлари – Т.: “Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар” илмий электрон журналининг махсус сони, 2019. 76-83 б. (Ўзбекистон Республикаси ОАК Раёсатининг қарори (30.04.2019 й., №264/5).

6. Аброров С.З. Ўн йилда тўрт баробаргача ўсиш: ислом молияси ҳақида нималарни биламиз?“Ҳуқуқ ва бурч” ижтимоий-ҳуқуқий журнал, №02/2019, 14-23-б. (12.00.00; №2).

7. Аброров С.З. Ислом молияси: рақамлар нима дейди? “Ҳуқуқ ва бурч” ижтимоий-ҳуқуқий журнал, №05/2019, 20-25-б. (12.00.00; №2).

8. Abrorov S.Z. The trend of Islamic securities – sukuk issuance development. Materials of the XV International scientific and practical Conference Modern European science -2019, June 30 - July 7, 2019: Sheffield. Science and education LTD. 21-24 pp.

9. Аброров С.З. Тенденции развития эмиссий сукуков в мире. Сборник материалов большой международной научно-практической конференции (сентябрь 2019) – Москва: Международная корпорация научных исследований и разработок, 2019. - 12-16 с.

10. Аброров С.З. Фонд бозорига янги молиявий инновацион инструмент – исломий қимматли қозғаларни жорий этишнинг Малайзия тажрибаси. “Миллий иқтисодиёт рақобатбардошлигини оширишда хорижий инвестициялар, рақамли иқтисодиёт ва инновациянинг роли: миллий ва хорижий тажриба” мавзусидаги республика илмий-амалий конференция материаллари тўплами –Т.: ТДЮУ, 2019. 118-123 б.

11. Аброров С.З. Ўзбекистон иқтисодийоти барқарор ривожлантиришда янги молиявий инструментни жорий этиш истиқболлари. “Миллий иқтисодийотнинг барқарор ривожланишида туризмнинг аҳамияти” мавзусидаги республика илмий-амалий конференция материаллари – Тошкент: Ўзбекистон халқаро ислом академияси, 2019. – 75-77 б.

## **II бўлим (II часть; II part)**

12. Валиев Б.Б., Аброров С.З. Жаҳон фонд бозорида сукукларнинг ривожланиш тенденцияси. “Иқтисодийотда инновациялар” электрон журнали, №8, 2019 й. 5-12 бетлар.(№35 CrossRef).

13. Тошмуродова Б.Э., Аброров С.З. Иқтисодийотни ривожлантиришда сукукнинг аҳамияти: Малайзия аҳолисининг даромадига таъсири мисолида. “Халқаро молия ва ҳисоб” илмий электрон журнали. № 3, июнь, 2020 йил. (08.00.00; №19).

14. Аброров С.З., Қорабоев Н.П.Қимматли қозғалар бозорида сукукнинг ролига оид илмий-назарий мулоҳазалар ва унинг ўзига хос жиҳатлари. “Иқтисодийот ва таълим” илмий журнали, №1, 2020 й. 126-130 бетлар. (08.00.00; №11).

15. Аброров С.З., Ашурзода Л.М.Исломий қимматли қозғаларнинг мазмун-моҳияти ва ривожланиш тенденцияси. “Ўзбекистонда қимматли қозғалар бозорини ривожлантириш: институционал, иқтисодий ва ташкилий жиҳатлари” мавзусида республика илмий-амалий конференция тезислар тўплами: Тошкент: Молия, 2019. 114-116 б.

16. Аброров С.З. Қимматли қозғалар бозорида сукукнинг ролига оид илмий-назарий мулоҳазалар ва унинг ўзига хос жиҳатлари. Ўзбекистоннинг жаҳон молия бозорига интеграциялашуви: асосий тенденциялар, муаммолар ва истиқболлар. Халқаро илмий-амалий конференцияси материаллари. – Тошкент: “Молия” нашриёти, 2019. 412-414 б.

17. Аброров С.З.Ўзбекистон фонд бозори орқали инвестициялар жалб қилиш самарадорлигини ошириш мақсадида сукукни жорий этиш истиқболлари. Ўзбекистон молия бозорини ривожлантиришда инвестиция фондларининг жозибадорлигини ошириш. Республика илмий-амалий конференцияси. – Т.: 2020. 66-69 б.

Автореферат ТДИУ “Тахририй-нашриёт бўлими”да тахрирдан ўтказилди  
(2020 йил 10 ноябрь)

Босишга рухсат этилди: 11.11.2020  
Бичими: 60x84 1/8 «Times New Roman»  
гарнитурда рақамли босма усулда босилди.  
Шартли босма табоги 3,3. Адади: 100. Буюртма: № 16-11  
Тел: (99) 832 99 79; (97) 815 44 54  
“IMPRESS MEDIA” МЧЖ босмаҳонасида чоп этилди.  
Манзил: Тошкент ш., Яккасарой тумани, Қушбеги кўчаси, 6 уй