



II ХАЛҚАРО ИЛМИЙ-АМАЛИЙ КОНФЕРЕНЦИЯ

Ўзбекистон Республикаси ҳаракатлар
стратегияси: макроиқтисодий
барқарорлик, инвестицион фаоллик ва
инновацион ривожланиш истиқболлари

**Илмий маъруза ва мақолалар
тўплами**

IV ШУЪБА

2019 йил 27-28 май

такомиллаштириш чора тадбирлари тўғрисида ПФ№5296 фармони. 2018 йил 9 январь.

4. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Республика банк тизимини янада ривожлантириш ва барқарорлигини ошириш бўйича чора-тадбирлар тўғрисида”ги ПҚ 3270 сонли Қарори. 2017 йил 12 сентябрь.

5. Ўзбекистон Республикаси Президенти Шавкат Мирзиёевнинг Олий Мажлисга Мурожаатномаси. 22.12.2017 й.

6. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Банк хизматлари оммабоплигини ошириш бўйича кўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги № 3620 Қарори. 2018 йил 23 март.

7. Ўзбекистон Республикаси Президенти Шавкат Мирзиёевнинг Олий Мажлисга Мурожаатномаси. 2018 йил 29 декабрь.

9. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки бошқарувининг “Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг тижорат банклари билан депозит операцияларини амалга ошириш тартиби тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида ” 3079 сонли Қарори. 25.10.2018 йил

10. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг “Ўзбекистон Республикаси банкларида депозит операцияларини амалга ошириш тартиби тўғрисида”ги 2711-сонли йўриқномаси, 2015 йил 26 август.

11. Ўзбекистон Республикаси Марказий Банкининг 2017 йилдаги фаолияти тўғрисида ҳисобот

12. З.Абдуллаева Банк иши. Т., Молия, 2018. 304 б. Б – 166.

13. Узбекско-русский словарь. гос. изд-во иностранных и национальных словарей. М.: 1959 г. 343 с.

14. <http://lex.uz>.

15. www.president.uz

16. www.cbu.uz.

ЎЗБЕКИСТОН ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИНИ РИВОЖЛАНТИРИШНИНГ ЯНГИ ОМИЛИ: ИСЛОМИЙ ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР ВА УНИНГ ХАЛҚАРО СТАНДАРТЛАРИ

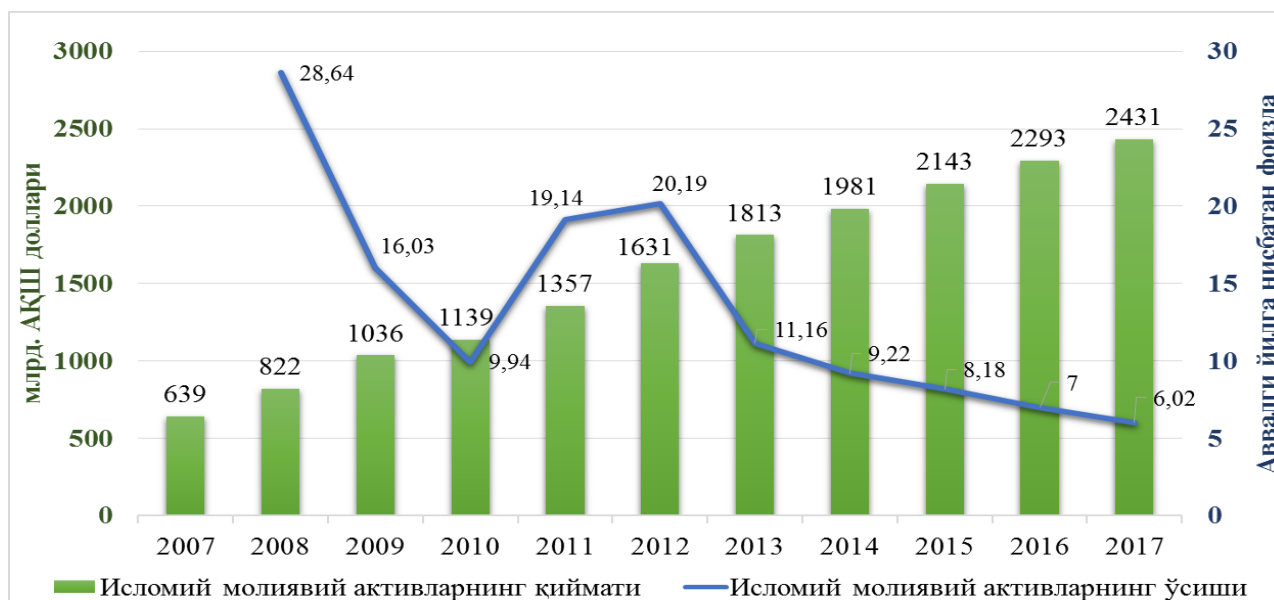
Аброров Сирожиддин Зухриддин ўғли¹

*¹ТДИУ ҳузуридаги “Ўзбекистон иқтисодиётини
ривожлантиришнинг илмий асослари
ва муаммолари” илмий-тадқиқот
маркази докторанти*

Ўзбекистон молия бозорини ривожлантириш учун қимматли қоғозлар потенциалидан тўлақонли фойдаланиш ва имкониятларини кенгайтиришга эътибор кучайиб бормоқда. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 17 январдаги ПФ-5635-сонли “2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича

Харакатлар стратегиясини “Фаол инвестициялар ва ижтимоий ривожланиш йили”да амалга оширишга оид давлат дастури тўғрисида”ги Фармони 1-иловасининг 64-бандида қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш ва унинг иқтисодиётдаги улушини ошириш белгиланган. Шу нуқтаи назардан банк томонидан кредитлашнинг самарали муқобил механизмини яратиш ва янги молиявий инструментларни жорий этиш муҳим аҳамият касб этади.

Молия бозори ўзининг ривожланиш тарихи давомида бозор талабига кўра кўплаб янги молиявий инструментларни таклиф этиб келган. XXI асрга келиб жаҳоннинг деярли барча минтақасида ислом иқтисодиёти, ислом молияси ва исломий қимматли қоғозлар жадал тараққий эта бошлади. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқироз шароитида кам даражада таъсир билан чиқиши унга бўлган қизиқишни янада орттириб юборди.



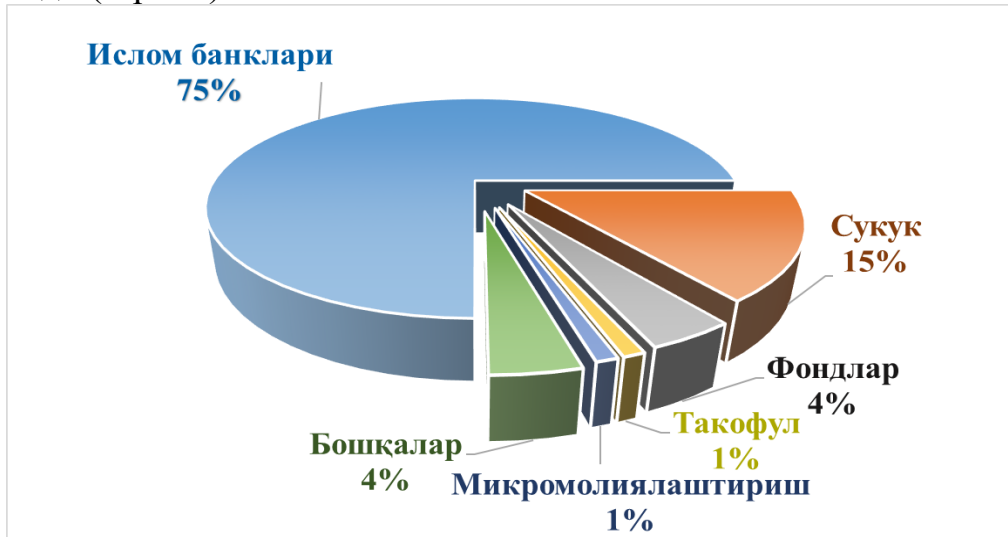
Манба: *Global islamic finance report 2018: key highlights. p5.*

1-расм. Жаҳондаги ялпи исломий молиявий активлар қийматининг йиллар кесимида ўсиш тенденцияси

Ислом молиясига бўлган қизиқишнинг ортишига унинг тўхтовсиз ўсиб бориши ҳам асосий омиллардан бири бўлган. 2007-2017 йилларда ислом тамойилларига асосланган ялпи молиявий активларнинг қийматларини йилдан йилга солиштирсак, мунтазам ўсиб борганлигини кўришимиз мумкин (1-расм). 2007 йилда жами исломий активлар 639 млрд. АҚШ долларини ташкил этган бўлса, 2017 йилга келиб 3,8 баробарга кўпайиб 2,4 трлн. АҚШ долларига етди. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида (2007-2013 йилларда) ҳам ўсиш даражаси ўртача 17,5% бўлганлиги алоҳида эътиборга молик.

Ислом молияси бугунги кундаги каби тизим сифатида шаклланиши ислом банк ташкилотларининг ташкил этилиши билан бошланган. Ислом банклари ривожланиш жараёнида турли хилдаги янгидан янги ислом молиявий тамойилларига мос келувчи банк хизмат турларини яратиб келди. Бу эса молия соҳасининг бошқа инструментларини шакллантириш учун ўзига хос модель

сифатида фойдаланилди. Натижада сукуклар – исломий қимматли қоғозлар эмиссия қилина бошланди. Бундан ташқари, ислом банк хизматлари ва сукукларнинг ривожланиши суғурта хизматларига талабни юзага келтирди. Исломий молиявий активларнинг молиявий секторлар кесимидаги улушида банк хизматлари энг йирик сектор ҳисобланади ва жами активларнинг 75%ини ташкил этади (2-расм).



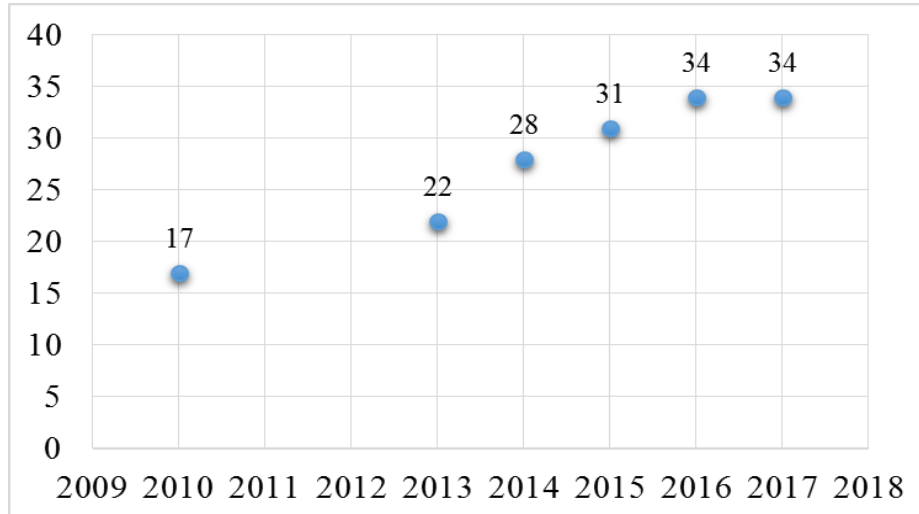
2-расм. Исломий молиявий активларнинг молиявий секторлар кесимидаги тақсимооти (2016 йил)

Манба: Global islamic finance report 2017 маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

Ислом молиясида иккинчи йирик йўналиш қимматли қоғозлар сектори бўлиб, молия бозорининг 15%ини қамраб олади. Тадқиқотнинг объекти ҳам айнан шу сектордир. Қолган 10%лик улуш фондлар, такофул, микромолиялаш ва бошқа молиявий фаолият ҳиссасига тўғри келади.

Илк сукук 1990 йилда Малайзияда 125 миллион малайзия ринггити (32,9 миллион АҚШ доллари) қийматида чиқарилган. Шундан сўнг, 2001 йилга қадар бирорта сукук эмиссия қилинмаган. Сукуклар XXI асрга келибгина жадал ривожлана бошлади.

2010 йилга қадар 17 та мамлакат сукук чиқарган бўлса 2017 йил якунига келиб мамлакатлар сони икки баробарга кўпайган (3-расм). Сукук эмиссиясини амалга оширган 34 мамлакат таркибида АҚШ, Япония, Германия, Франция, Буюк Британия ва Люксембург каби иқтисодиёти тараққий этган мамлакатларнинг ҳам мавжудлиги исломий қимматли қоғозларни анъанавий молия бозорларида ҳам жорий этиш мумкинлигини яққол кўрсатади.

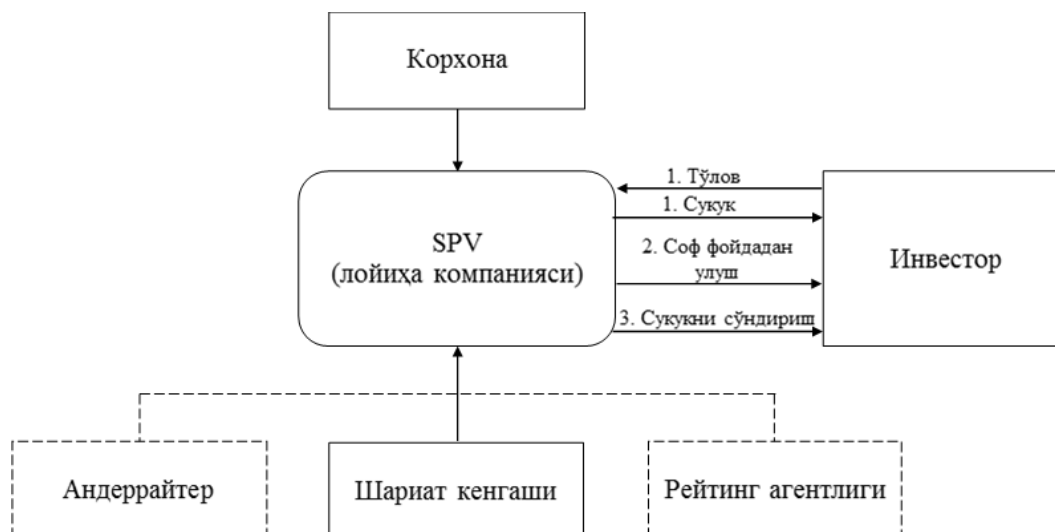


3-расм. Сукук эмиссия қилувчи мамлакатлар сонининг ўсиш тенденцияси
 Манба: *Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market 2013-2018* маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

Сукукка таъриф берилганда уларни “исломий секюретизация” деб ҳам аталади. Моҳияти шундаки, активлар секюретизация қилиниши натижасида сукук эмиссия қилинади. Шу сабабли, сукуклар актив билан қопланган ва риск даражаси пастроқ бўлади.

Сукук операцияларини амалга оширишда юқори аниқликни талаб қилувчи ўзига хос жihatларининг мавжудли сабаб одатда эмитент учун алоҳида SPV ташкил этилади. SPV (special purpose vehicle) – махсус мақсадли корхона ёки лойиҳа компанияси бўлиб, маълум бир лойиҳа ёки бизнес режани амалга ошириш ва бошқариш учун ташкил этилган корхона. Юридик шахс томонидан ташкил этилса шўъба корхона сифатида фаолият юритади. SPV бизнес лойиҳа ва молиявий операцияларни самарали бошқариш имкониятини яратади. Юқорида таъкидланганидек, эмитент Шариат кенгашини тузиши зарур бўлади. Бундан ташқари, эмитент ихтиёри ва мамлакат қонунчилиги талабига кўра андеррайтер ва рейтинг агентликлари жалб қилиниши мумкин.

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



Манба: Муаллиф томонидан тайёрланган.

4-расм. Мудораба ва мушорака сукукининг ишлаш механизми

Мудораба сукуки. SPV мудориб сифатида, сукук эгалари – инвесторлар роббул мол сифатида қатнашади. Инвестор лойиха доирасидаги активлар (SPV активлари)нинг эгаси ҳисобланади. Лойиха бошқаруви, фойда ва зарар тақсимоти мудораба келишувининг тартиб-қоидалари асосида амалга оширилади. Сукук номинал қийматининг қайтиши ва даврий фойданинг тўланиши кафолатланмаган бўлиб, лойиханинг истикболига боғлиқ ҳолда рискка асосланади. Келишув муддати якунида SPV инвестордан лойихани бозор нархида сотиб олади ва бу нарх сукук сўндирилишининг қийматини акс эттиради (4-расм). Мудораба сукуки билан иккиламчи бозорда олди-сотди жараёнларини амалга ошириш мумкин. Моҳиятан инвестор лойиха активларидаги ўз улуши билан савдо қилган ҳисобланади.

Мушорака сукуки. SPV ва инвесторларлар ўзаро шерик сифатида иштирок этади ҳамда SPV активларига ҳам биргаликда мутаносиб улушда эгалик қилишади. Лойиха бошқаруви, фойда ва зарар тақсимоти мушорака келишувининг тартиб-қоидалари асосида амалга оширилади. Қолган барча масалалар мудораба сукуки каби амалга оширилади.

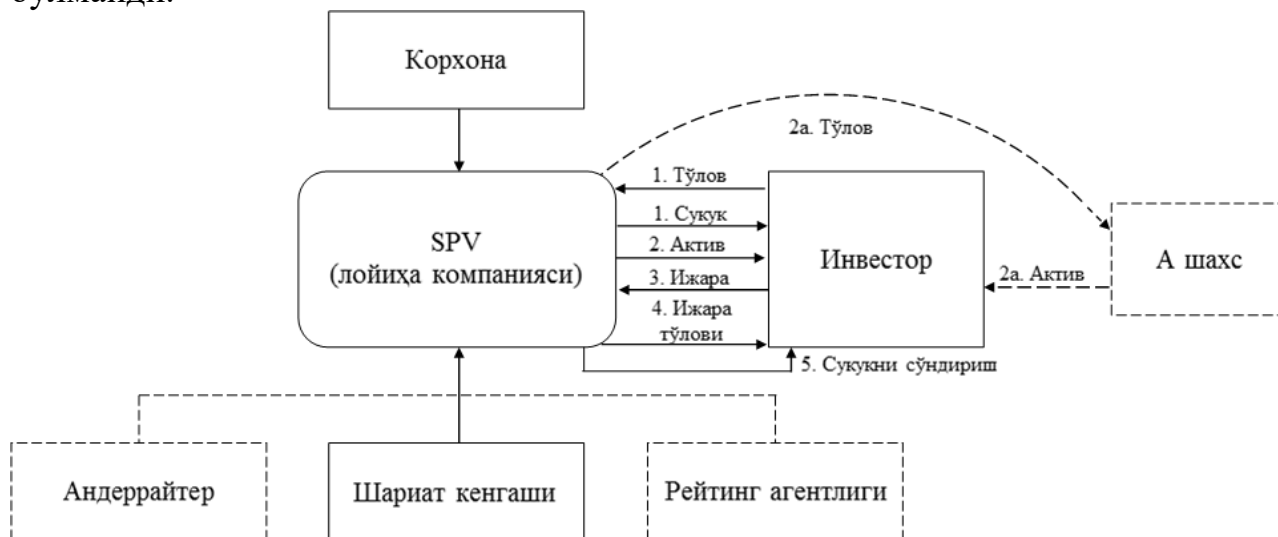
Муробаҳа сукуки. SPV ва инвестор ўртасида олди-сотди шартнома тузилади. SPV чиқарган сукук учун инвестор тўловни амалга оширади (5-расм). Маблағ эвазига бирор товар ёки мол-мулк бозор нархи (P_0)да харид қилинади. Мулк аввал инвестор номига ўтказилади. Кейин мулк келишилган нарх (P_1) бўйича бўлиб тўлаш шarti билан SPVга ўтказилади. Ўз навбатида SPV мулкни дарҳол бозорда сотиб юборади ва тушум лойиха учун молиявий манба бўлиб шаклланади. Эмитент мулкни сотмай лойиха фаолиятида фойдаланиши ҳам мумкин. Мулкка эгалик ҳуқуқини олгандан сўнг инвесторлар фойдаси мулкнинг бозор нархи ва уни келишув асосида қайта сотиш нархи орасида юзага келади ($P_1 - P_0 = \text{фойда}$). Бўлиб тўлаш муддати якунида охириги тўлов амалга оширилгинда сукук сўндирилган ҳисобланади.



Манба: Муаллиф томонидан тайёрланган.

5-расм. Муробаха сукукининг ишлаш механизми

Нархни бўлиб тўлаш SPV учун кредиторлик мажбуриятини юклаганлиги боис сукук номинал қийматининг қайтиши ва даврий фойданинг тўланиши кафолатланган (ишончли) бўлади. Мулк сукук эгаси номидан SPV номига ўтганлиги, сукук эгаси қарзни қайтариб олаётганлиги сабабли муробаха сукуки билан иккиламчи бозорда олди-сотди жараёнларини амалга ошириш мумкин бўлмайди.



Манба: Муаллиф томонидан тайёрланган.

6-расм. Ижара сукукининг ишлаш механизми

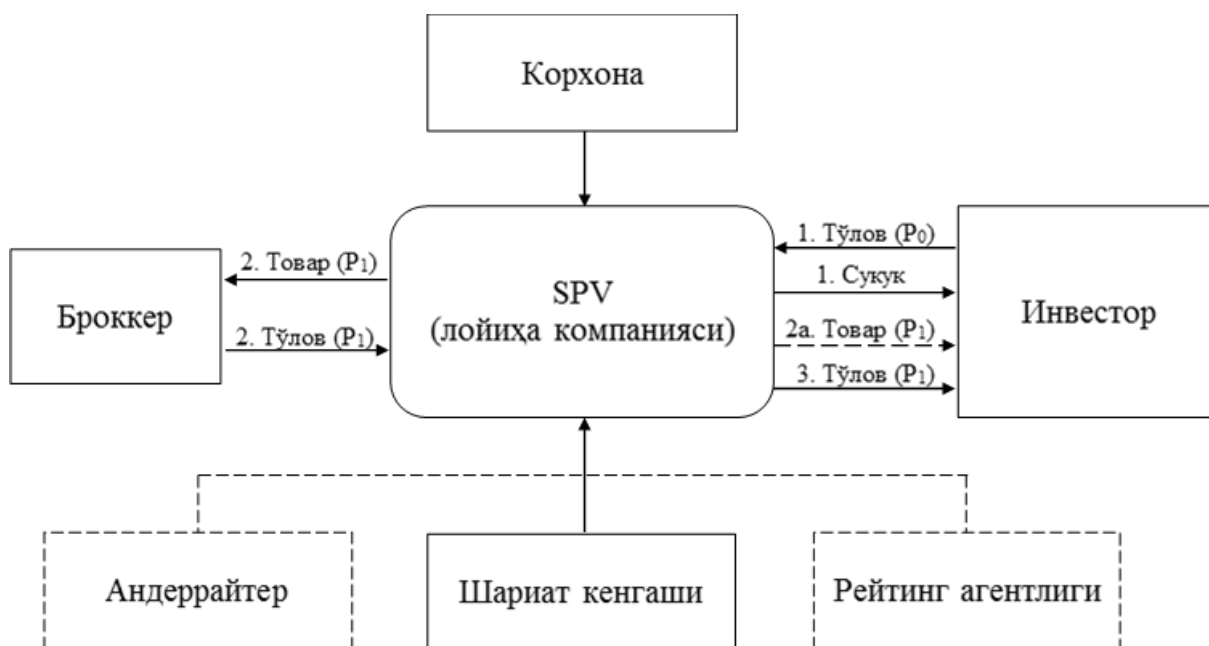
Ижара сукуки. SPV ва инвестор ўртасида ижара шартномаси тузилади. Унга кўра SPV инвесторга сукук билан унинг асоси ҳисобланган активни сотади. Кейин SPV ўша активни ижарага олади. Натижада эмитент молиявий ресурсга эга бўлади (6-расм). Инвестор фойдаси ижара тўлови орқали шаклланади. Келишув якунида SPV активни қайта сотиб олади. Шу билан сукук сўндирилади. Сукукни жойлаштирилаётганда активни 3-шахсдан ҳам

сотиб олиш мумкин. Бу ҳолат муробаҳа келишувига ўхшаб кетганлиги учун амалиётда 3-шахс аралашувидан кам фойдаланилади.

Ижара тўлови ва қайта сотиб олиш SPV учун кредиторлик мажбуриятини юклаганлиги боис сукук номинал қийматининг қайтиши ва даврий фойданинг тўланиши кафолатланган бўлади. Ижара сукуки билан иккиламчи бозорда олди-сотди жараёнларини амалга ошириш мумкин. Моҳиятан инвестор активлардаги ўз улуши билан савдо қилган ҳисобланади.

Салам сукуки. SPV ва инвестор ўртасида олди-сотди шартнома тузилади. Ижара механизмининг акс механизмига қийслаш мумкин. Эмитент келажакдаги маҳсулот учун чегирма асосида аввалдан тўлов (P_0)ни қабул қилиб олади. SPV лойиҳа учун молиявий ресурсга эга бўлади. Харидорга эса сукук жойлаштирилади. Бу нарх сукукнинг номинал қийматини акс эттиради. Маҳсулот инвестор мулки ҳисобланиб, SPVга кредиторлик мажбурияти юкланади. Келишилган муддатда маҳсулот бозор нархида сотилади ва маблағ (P_1) сукук эгаларига тақсимлаб берилади. Бу эса сукук сўндирилишини акс эттиради. Инвесторлар фойдаси бозор нархи ва номинал нарх ўртасида юзага келади ($P_1 - P_0 = \text{фойда}$). Маҳсулот инвестор мулки ҳисобланганлиги учун сўндирилиш муддатида келишувга кўра тайёр маҳсулотнинг ўзини етказиб бериш ҳам мумкин (7-расм).

Салам сукуки жорий вақтда мавжуд бўлмаган товар бўйича қарзни ифодалаганлиги учун иккиламчи бозорда олди-сотди жараёнларини амалга ошириш мумкин эмас. Кредиторлик мажбуриятини бажаришлиги нуқтаи назаридан сукук сўндирилиши кафолатлаган бўлади. Фойда эса товарнинг ўша вақтдаги бозор нархига боғлиқ бўлади.



Манба: Муаллиф томонидан тайёрланган.

7-расм. Салам сукукининг ишлаш механизми

Истисно сукуки. Барча шартлар ва ишлаш механизми салам сукуки каби амалга оширилади. Салам сукуки корхонанинг бир маҳсулоти учун чиқарилса, истисно сукуки йирик лойиҳалар учун эмиссия қилинади. Инфратузилма объектлари ва уй-жой қурилиши ҳамда юқори қийматли ускуналар ишлаб чиқариш кабилар истисно сукуки объекти ҳисобланади.

Бундан ташқари мамлакатлар ва соҳалар нуқтаи назаридан сукукларнинг ўзига хос турлари ишлаб чиқилган бўлиб, юқорида изоҳлаб ўтилган сукуклардан айрим жиҳатлари билан ажралиб туради. Уларнинг орасида қишлоқ хўжалиги билан боғлиқ сукук турлари нисбатан кенг тарқалган.

Мақола аввалида таъкидланганидек, хорижий мамлакатларда кенг тарқалиб ривожланиб бораётган ислом тамойилларига асосланган молия тизими анъанавий молия тизими билан биргаликда параллель равишда амалиётда қўллаш бугунги кун талабига айланиб улгурган. Мамлакатимизда ислом молиясини жорий қилиш молиявий ресурсларини жалб қилишнинг қўшимча манбаларини яратиши билан эътиборга молик. Шу нуқтаи назардан ушбу тизим иқтисодиётимиз учун чуқур ўрганилмаган янги тизимлигини ҳисобга олган ҳолда ислом молиясини Ўзбекистонга татбиқ қилишни унинг институционал асосларини яратишдан бошлаш мақсадга мувофиқ деб ҳисоблаймиз. Хусусан:

- ислом молияси ихтисослиги бўйича олий таълим ва олий ўқув юртидан кейинги таълимни ўз ичига олган кадрлар тайёрлашни фаоллаштириш ва тизимни такомиллаштириш;

- ислом иқтисодиётига ихтисослашган олий таълим ва илмий тадқиқот муассасалари, иқтисодий-молиявий блокка оид давлат ташкилотлари вақиллари ва соҳага оид бошқа мутахассислар иштирокида Ўзбекистон шароитида ислом молияси тамойиллари ҳамда концепциясини ишлаб чиқиш бўйича республика ишчи гуруҳини тузиш;

- мавжуд молиявий тизимга қўшимча равишда ислом молиясини жорий қилишни кўзда тутувчи тегишли норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар лойиҳаларини ишлаб чиқиш ва қонунчиликда белгиланган тартибда тасдиқлаш.

Иқтисодиётимизга ислом молияси тизимининг институционал асослари ва инфратузилмасини шакллантириш мақсадида Ислом тараққиёт банки ҳамда Исломий молия муассасалари учун бухгалтерия ва аудит ташкилоти билан муҳокамалар ўтказиш ҳамда уларнинг амалий тажрибаларини ўрганиш иш самарадорлигини оширишга катта туртки беради.

Адабиётлар:

1. Global islamic finance report 2018: key highlights. 17 p.
2. Global islamic finance report 2017. 306 p.
3. Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market 2018. 204 p.
4. www.astanafindays.org