

ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИДА СУКУКНИНГ РОЛИГА ОИД ИЛМИЙ-НАЗАРИЙ
МУЛОҲАЗАЛАР ВА УНИНГ ЎЗИГА ХОС ЖИҲАТЛАРИ

Аброров Сирожиддин Зухриддин ўғли -
Қорабоев Нуриддин Пардабой ўғли -
ТДИУ ҳузуридаги “Ўзбекистон иқтисодиётини
ривожлантиришнинг илмий асослари ва муаммолари”
илмий-тадқиқот маркази таянч докторантлари

Аннотация. Мақолада сукукларнинг назарий асослари ва ўзига хос жиҳатлари акс эттирилган. Бу кўринишдаги молиявий инструментларнинг қисқача мазмуни ва ишлаш принциплари ёритиб берилган. Ўзбекистонда янги молиявий инструмент сифатида сукукларни жорий этиш бўйича таклиф ва тавсияларини келтириб ўтилган.

Таянч тушунчалар: сукук, қимматли қоғоз, эмиссия, SPV, фонд бозори.

Аннотация. В данной статье отражено теоретические основы сукуков и его особенности. Объясняются краткое содержание и принципы работы такового вида финансового инструмента. Предоставляются предложения и рекомендации по внедрению сукуков в Узбекистане, как новый финансовый инструмент.

Ключевые слова: сукук, ценные бумаги, эмиссия, SPV, фондовый рынок

Abstract. In this article there are reflected theoretical framework of sukuks and its features. Summary and principles of financial instruments are explained. Proposals and recommendations on implementing sukuks in Uzbekistan as a new financial instrument.

Key words: sukuk, stocks, issue, SPV, stock market.

Корхона фаолияти учун қўшимча инвестицияларни жалб қилиш воситаларидан бири бу облигациялар эмиссияси ҳисобланади. Бу инструментнинг банк кредитларига нисбатан бир қанча қулайликлари мавжуд бўлиб, бир тарафдан корхона кредитга нисбатан камроқ фоизда ресурс жалб қилса, иккинчи тарафдан инвестор ликвидлиги юқори сертификатга эга бўлади ва ихтиёрига кўра иккиламчи бозорда сотиш имкониятига эга. Аммо аҳолисининг асосий қисми мусулмонлар ташкил этадиган жамиятда анъанавий облигациялардан фойдаланиш оммалашмаган. Ислом молияси тамойилларига мувофиқ келмаслик анъанавий облигациялардан фойдаланишга рухсат бермайди. Шу сабабли, жамият эҳтиёжини қондириш ва инвестициялар жалб қилиш самарадорлигини ошириш мақсадида облигациялар ўрнига унинг муқобили бўлган шариатга мос келувчи молиявий инструмент ишлаб чиқиш зарурати юзага келган. Ишлаб чиқилган исломий қимматли қоғозлар сукук деб номланиб, ундан кенг кўламда фойдаланиб келинмоқда.

Жаҳон молиясида ислом молиясининг янги тизим эканлигини инобатга олсак, исломий қимматли қоғозлар – сукуклар унинг таркибидаги янада янги йўналиш эканлиги маълум бўлади. Турли мамлакатларда жамият талабига кўра сукуклар турлича қўлланилади, шу сабабли унинг таърифи ва хусусиятларини очиб беришда турлича ёндашув-

лар юзага келган. Айрим олимлар уни карзга асосланган молиялаштириш инструменти эканлигини таъкидласа, айримлар активларни секюритизациялаш деб изоҳлайди. Бундан ташқари уни капиталдаги иштирокини ҳам учратиш мумкин.

Ислом молиясининг машҳур олимларидан Муҳаммад Тақи Усманий сукук борасида унинг хусусиятларини очиб берувчи куйидаги мулоҳазаларни билдирган [1; 2-б]:

- бир инвестор кучи етмайдиган катта лойиҳалар учун молиялаштиришнинг қулай усулларидан бири;

- инвестицияларни йўналтириш ва ликвидлилиги сабаб зарур ҳолда инвестицияни қайтириб олиш учун қулай восита, шу орқали иккиламчи бозор ҳам ривожланади;

- банклар ва исломий молиявий муассасалар учун ликвидликни бошқаришнинг ажойиб усули;

- бойликларни тақсимлашнинг адолатли воситасидир, чунки у инвесторларга тадбиркорлик фаолияти фойдасидан тенг улушда манфаат олиш ишконини беради.

Бугунги кунда сукук айниқса ликвидлик билан боғлиқ ноқулай шароитда инфратузилма лойиҳаларини узоқ муддатга молиялаштириш учун муҳим инструментга айланиб бормоқда[2]

Ҳ.Виссер талқинига кўра, сукук – олди-сотди қилинадиган, актив билан таъминланган ва ўрта муддатли сертификатдир. Сукук “исломий облигациялар” деб ҳам таржима

қилинади ва асосан институционал инвесторлар учун чиқарилади [3; 63-6]. Аммо амалиётда қисқа ва узоқ муддатга чиқарилувчи сукуклар ҳам учрайди, ҳамда сўнги жараёнлар шуни кўрсатадики, аҳоли томонидан ҳам сукукларни харид қилиш ўсиб бормоқда.

Исломий облигациялар талқинини И.Варде ҳам давом эттириб, сукуклар шариат тамойилларига мувофиқ келувчи инвестиция сертификатлари дейиш янада аниқроқ бўлишини изоҳлаган [4; 3-6].

Молиявий терминлар ва молия тизими концепциясини ёритиб борувчи Investopedia нашри маълумотларига кўра, сукук – шариат деб номланувчи ислом қонун-қоидаларига мос келувчи ғарб молиясидаги облигацияларга ўхшаш исломий молиявий сертификат. Облигация қарз муносабатларини ифодаласа, сукук активга эгаликни ифодалайди [5].

Сукуклар молия тизимида анъанавий облигациялар ўрнини тўлдириш учун ишлаб чиқилган восита бўлганлиги учун унинг мазмунида “исломий облигация” тушунчасидан фойдаланилишини асослайди. Расмий жиҳатдан сукукни тўлақонли облигация деб аташ мумкин эмас. Унинг анъанавий облигациялардан фарқи мавжуд [6; 90-6]. Умуман олганда сукукларни облигация сифатида таърифлаш унинг моҳиятини етарли даражада ёритиб бера олмайди. Чунки облигация тушунчаси қарз учун ҳақ тўлашлик тасаввурини уйғотади ва бу рибони англатади. Натижада эса, сукук моҳиятини тушунишни қийинлаштиради.

Қозоғистонлик олим Е.А. Байдаулет талқинига кўра, сукук – қарзга асосланган молиялаштиришнинг қўлланиладиган воситаларидан бири ҳисобланади. Сукук қимматли қоғозлари лойиҳа ёки ижарада иштирокни ўзида ифодалайди ва номланишининг ўзида лойиҳанинг моҳияти кўрсатилган бўлади [7; 67-6].

Сукук таърифи талқинлари орасида тўлиқроқ берилгани ислом молияси бўйича халқаро стандартларни ишлаб чиқувчи Исломий молиявий муассасалари учун бухгалтерия ҳисоби ва аудит ташкилоти (AAOIFI)га тегишли бўлиб (2003 йил), унга кўра сукук – маълум бир лойиҳа активи ёки инвестицион фаолиятга уларни натурада ажратиш имкониятисиз моддий активларга эгалик ҳуқуқи, узуфрукт ҳуқуқи, хизматлардан фойдаланиш ҳуқуқи ва эгалик ҳуқуқидаги улушини ифодаловчи бир хил қийматдаги сертификатлардир. Бундай ҳуқуқ амалиётда

эмиссия қилинган сукукнинг қиймати олингач, обуна ёпилгач ва маблағлар мақсадли ишлатилгач амалга оширилади [8; 15-6].

Юқоридаги берилган таърифларнинг барчаси биргаликда янги молиявий инструмент моҳиятини очиб бера олади. Аммо молия бозори бир жойда турмайди, доимий ривожланиш бозорга янгидан янги воситаларни таклиф этиб боради. Шунга кўра, сукукларнинг тури ва вазифаси ҳам, жамиятдаги роли ҳам такомиллашиб боради.

Шунингдек, берилган таърифлар хорижий олимларга тегишли бўлиб, Ўзбекистонлик олимларнинг талқини учрамади. Бу борадаги илмий изланишлар якунида сукук учун муаллифлик изоҳини бериш лозим деб топилди.

Сукук – (“сакк”нинг кўплиги, араб тилидан акт, ҳужжат, чек [9; 462-6]) инвестицион фаолият ёки унинг активига нисбатан эгалик ҳуқуқидаги улушини кўрсатувчи шариат тамойилларига асосланган эмиссиявий қимматли қоғоз бўлиб, турига кўра фойда ва зарарга шерикчиликни ифодалайди, сўндирилиши ва фойда даражаси рискка асосланади.

Ислом молиясида сукукнинг туб моҳиятида активларни секюритизациялаш ётади. Инвестицион лойиҳа ёки моддий актив асос қилинган ҳолда қийматига кўра сукук эмиссия қилинади. Уни харид қилган инвестор улушига кўра инвестицион лойиҳа ёки моддий активга нисбатан эгалик ҳуқуқига эга бўлади. Эмитент молиявий ресурсдан бизнес режани амалга ошириш учун фойдаланади. Шу тариқа моддий активнинг ликвидлиги оширилади. Инвестор исталган вақтда сукукларни (айрим турлари мустасно) иккиламчи бозорга сотувга қўйиши мумкин. Эмитент тадбиркорлик субъектининг устав капиталида ўз улушини сақлаб қолган ҳолда зарурий инвестицияларни жалб қилиш имкониятига эга бўлади. Шу механизм орқали иккала тараф – эмитент ва инвесторнинг шариат тамойилларига асосланган молиялаштириш бўйича эҳтиёжини қондиришга эришилади.

Билдирилган фикрларни умумлаштириган ҳолда қуйидаги асосий тамойилларни ажратиш кўрсатиш мумкин [10; 3-6]:

- ҳуқуқ ва мажбуриятларнинг шаффофлиги ва аниқлиги;

- қимматли қоғоз даромади ссуда фоизи бўлмай, молиялаштирилаётган лойиҳа билан боғлиқ бўлиши лозим;

- қимматли қоғоз фақатгина қоғоз сертификат бўлмай, реал актив билан қопланган бўлиши керак.

Сукук бир вақтнинг ўзида оддий акция ва облигациянинг айрим хусусиятларини

жамлайди. Шу тариқа бу турдаги сертификатга гибрит қимматли қоғоз деб қараш мумкин. Қуйида сукукнинг акция ва облигация билан ўхшаш ва фарқли жиҳатларини кўриб чиқилган (жадвал).

1-жадвал

Сукукнинг оддий акция ва облигация билан ўхшаш ва фарқли жиҳатлари [11]

Қимматли қоғоз тури	Оддий акция	Сукук	Облигация
Чиқариш шакли	эмиссиявий қимматли қоғоз	эмиссиявий қимматли қоғоз	эмиссиявий қимматли қоғоз
Корпоратив бошқарувдаги иштироки	бошқарув ва даромадда иштирок этади	турига кўра: тўлиқ 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	қопланмаган
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 оддий акция билан қуйидаги хусусиятларга кўра ўхшаш ҳисобланади:

- эмиссиявий қимматли қоғоз;
- айрим турлари бошқарувда иштирок этиш ҳуқуқини беради;
- инвестор фойдаси корхона фаолиятидан олинган соф фойдага боғлиқ. Бунда оддий акция даромади дивидендга боғланган бўлса, сукукда аввалдан соф фойдага боғланган бўлади;
- сўндирилиш қиймати риск остида бўлиб, аниқ ҳисоблашнинг имконияти йўқ;
- сўндирилиш қиймати номинал қийматидан фарқ қилиши мумкин;
- актив билан қопланган бўлади;
- айрим турлари иккиламчи бозорда сотилиши мумкин.

Сукук облигациялар билан қуйидаги хусусиятларга кўра ўхшаш ҳисобланади:

- эмиссиявий қимматли қоғоз;
- устав капиталига эгалик ҳуқуқини бермайди;
- айрим турлари қарз мажбуриятини юклайди ва бу турлари иккиламчи бозордаги савдосига рухсат эътилмайди;
- муомала муддати белгиланган бўлади;

- лойиҳани молиялаштиришда кредитлашнинг муқобил воситаси;

- инвесторлар учун эмиссия қилинади;
- айрим турлари иккиламчи бозорда сотилиши мумкин.

Шунингдек, сукукларнинг оддий акциядан ҳам облигациядан ҳам фарқли хусусиятлари борки, унинг ўзига хослиги белгилаб беради. Назарий жиҳатдан шаклланиши ва тартибга солиниши шариат тамойиллари орқали амалга оширилиб фақатгина шариат нуқтаи назаридан рухсат этилган инвестицион лойиҳалар молиялаштирилади. Шу орқали жамият эҳтиёжи қондирилиб, моддий фаровонлик даражасининг ошишига ҳам ижобий таъсир қилади.

Сукук шариат тамойилларига мос бўлиши учун учта шарт топилиши лозим. Биринчидан, тадбиркорлик фаолияти билан шуғулланувчи корхонанинг моддий активи, узфрукт ҳуқуқи ёки хизмати учун шерикчиликни ифодалаши; иккинчидан, инвесторга тўлов барча харажат ва солиқлар чегирилган соф фойдадан тўланиши; учинчидан, сўндирилиш қиймати сертификатнинг номинал нархидан эмас асосидаги активнинг бозор нархидан

келиб чиқиб белгиланиши лозим [12; 745-746-б].

Бу турдаги исломий қимматли қоғознинг бошқа анъанавий қимматли қоғозлардан фарқлаб турувчи хусусиятларидан яна бири SPV ва шариат кенгаши институтларининг иштирок этишидир. Ушбу икки институт сукук фаолиятида муҳим аҳамият касб этади ва барча босқичларда мураккабликларни бартараф этишга хизмат қилади.

SPV (special purpose vehicle) – махсус мақсадли корхона ёки ихтисослашган лойиҳа компанияси бўлиб, маълум бир лойиҳа ёки бизнес режани амалга ошириш ва бошқариш учун ташкил этилган корхона.

Айнан мана шу ҳуқуқий шахс ёки траст қоидага кўра, сукук сертификатларини чиқаради, улар бўйича сукук ушловчилар олдида жавоб беради, сертификат ушловчилардан олинган маблағларни эмиссион ҳужжатларга кўра инвестиция қилади ва улар ўртасида молиявий оқимларни тақсим қилади [7; 68-б]. Бу таъриф ААОИҒга тегишли бўлиб, унда айтилишича сукуклар SPVсиз ҳам чиқарилиши мумкин [8; 8-б].

SPVни ташкил этилишидан мақсад сукук воситасида молиялаштирилган лойиҳа бошқарувини алоҳида ҳолда ташкил этиш, унинг пул оқимлари ва ҳисоб-китобларида бошқа лойиҳалар билан аралашуви натижасида юзага келиши мумкин бўлган хатоликлар ва ноаниқликларни олдини орқали молиявий муносабатларда юқори даражада аниқликка эришиш ҳисобланади. Бу компания сукук эмиссия рисоласида кўрсатилган лойиҳадан ташқари бошқа фаолият билан шуғулланиш тақиқланади. 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.

Шариат кенгаши мустақил ўзини-ўзи бошқарувчи орган бўлиб, чиқарилаётган, муомалада бўлган исломий қимматли қоғозларни ва инвестиция йўналтирилган лойиҳанинг ислом тамойилларига мувофиқлигини назорат қилиб боради ҳамда хулосаларини беради. Айрим мамлакатларда ҳар бир эмитент ҳузурида шундай кенгаш тузилиши талаби белгиланган. Шариат кенгаши маъқуллаган сукуклар эмиссиясига рухсат этилади.

Қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган ҳузурида ҳам республика шариат кенгашлари тузилиб, у ушбу муасса-

санинг ислом капитал бозори фаолиятига оид таклифларини ишлаб чиқади, маълум вақтлар оралиғида ислом тамойилларига мос келувчи қимматли қоғозлар рўйхатини эълон қилиб боради ва чиқарган қарорлари сукукларга дахлдор масаларда шариат томонидан энг юқори инстанция қарори ҳисобланади.

Сукук фаолияти учун хизмат қилувчи қолган институтлар анъанавий қимматли қоғозлар 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 қуйидагилардан иборат:

- SPV (эмитент);
- ташаббускор (SPV таъсисчиси);
- шариат кенгаши;
- инвестор;
- тартибга солувчи орган;
- андеррайтер;
- рейтинг агентлиги;
- депозитарий;
- савдо ташкилотчиси.

Фонд бозори индексларининг ўзгаришлари мамлакат иқтисодиёти ривожланишидаги ҳолат ва ундаги конъюктурани ифода-лаб берувчи кўрсаткичлардан ҳисобланади. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирознинг бошланиши ҳам фонд бозоридаги инструментларнинг вазиятга бардош бера олмаслиги билан кучайиб кетди. Сукуклар эса инқироз шароитида ҳам мустаҳкамлигини ёқотмай, ҳатто ривожланиш тенденциясини сақлаб қола олганлиги унга бўлган қизиқишнинг ортишига сабаб бўлган. Шу нуқтаи назардан сукуклар фонд бозорини инқирозга нисбатан бардошлилигини ошириши билан ҳам аҳамиятли ҳисобланади. Жаҳон амалиёти сукукларни чиқариш инқироз даврида қулай иқтисодий муҳитни сақлаб қола олишини кўрсатди [13; 3443-б].

Фонд бозоридаги инструментларнинг иқтисодиётга инвеститциялар жалб қилиш функциясидан келиб чиқиб сукуклар ўрганиладиган бўлса, ушбу исломий қимматли қоғознинг иқтисодиётдаги муҳим иккита вазифаси англашилади. Давлат-хусусий шерикчиликни ривожлантириш ва “яширин” иқтисодиётни қисқартиришдаги роли орқали иқтисодиётни ривожлантиришдаги ўрни намоён бўлади.

Жаҳон аренаида сукукнинг ривожланиши Европа мамлакатларида давлат-хусу-

сий шерикчилик секторига бўлган талабнинг ошишига таъсир этади [13; 3438-б].

Ислом молияси тамойиллари асосида ишловчи инструментларнинг мавжуд эмаслиги фонд бозори ривожланишининг тўсиқларидан бири сифатида кўриш мумкин ва бу айрим турдаги салоҳиятли инвесторлар учун бозорнинг ноқулайлигини келтириб чиқаради. Шунингдек, сармояларнинг самарасиз

жамғарилишига ва “яширин” иқтисодийга ўтиб кетишига сабаб бўлади.

Мамлакат фонд бозорининг барча тоифадаги инвесторлар учун қулайлигини ошириш, “яширин” иқтисодий ҳажмини камайтириш ва иқтисодийдан четда қолган молиявий ресурсларнинг самарали жамғарилиши учун исломий қимматли қоғозларни жорий этиш муҳим аҳамият касб этади.

Манба ва адабиётлар рўйхати:

1. Usmani, Muhammad Taqi. “Sukuk and their contemporary applications. (2007)” Translated from the original Arabic by Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo, AAOIFI Shari’a Council meeting, Saudi Arabia. 15 p.

2. <http://islamic-finance.ru/news/2013-10-30-1245>

3. Hans Visser. Islamic Finance: Principles and Practice. – Edward Elgar, Cheltenham, UK Northampton, MA, USA, - 2009. 184 p.

4. Warde, Ibrahim, 2011, Islamic finance bankruptcy, financial distress and debt restructuring: A short report, (Harvard Law School, Cambridge).

5. <https://www.investopedia.com/terms/s/sukuk.asp>

6. Г.Т.Гафурова. Сукук в системе исламского финансирования // Вестник АГТУ. Экономика. 2011. №2 90-94с.

7. Исломий молия асослари [Матн] / Е.А.Байдаулет. – Тошкент: «O‘zbekiston» НМИУ, 2019. – 432-б.

8. Сукук. Шариатский стандарт №17 / Пер. с англ.; [Ред. совет: Р.Р. Вахитов и др.]; Орг.бух. учета и аудита исламских фин. учреждений (AAOIFI). - М.: Исламская книга, 2010. 40 с.

9. Абдумажид Анорбоев. “Ан-Наъим” – Т.: “Абдулла Қодирий”, 2003. – 960 б.

10. Rodney Wilson. Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk – Overview of the sukuk market. Euromoney Institutional Investor PLC. London, 17 p.

11. Муаллиф томонидан тузилган.

12. 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.

13. 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. С3429-3446.

РЕАЛ ВА МОЛИЯ СЕКТОРЛАРИ ОРАСИДАГИ МУНОСАБАТЛАРНИНГ НАЗАРИЙ МЕТОДОЛОГИК АСОСЛАРИ

**Исаков Жанабай Якипбаевий – ТДИУ и.ф.д., проф
Исаков Илҳомбек Жанабай ўғли – ТМИ талабаси**

Аннотация. Ушбу мақолада иқтисодийнинг реал ва молия секторлари ўртасидаги ўзаро муносабатлар хусусида таниқли иқтисодчи олимлар томонидан билдирилган илмий-назарий қарашлар қиёсий ва танқидий асосда таҳлил қилинган. Муаллиф, таҳлил натижаларига асосланган ҳолда, иқтисодийнинг реал ва молия секторлари ўртасидаги ўзаро муносабатларнинг назарий асосларига хос бўлган хусусиятларни аниқлаган.

Таянч сўзлар: бюджет дефицити, кредит, молия сектори, молия бозори, монетизация коэффициент, пул массаси, пуллар таклифи, рецессия, реал сектор, фоиз ставкаси.

Аннотация. В данной статье на сравнительной и критической основе анализированы научно-теоретические взгляды известных ученых-экономистов о взаимоотношениях реальной и финансовой секторов экономики. Автор, опираясь на результаты анализа, выявила особенности теоретических основ взаимоотношений между реальном и финансовом секторов экономики.

Ключ слова: бюджетный дефицит, кредит, финансовый сектор, монетизация коэффициент, денежная масса, предложение денежных, рецессия, реальный сектор, процентная ставка.

Annotation. This article analyzes comparatively and critically the scientific and theoretical views of the economic scientists about the relationship between the real and financial sectors of the economic. The author has identified the features that are peculiar to the theories in the relationship between the real and financial sectors of the economy on the basis of the results of analysis.

Key words: budget deficit, loan, financial sector, financial market, monetary coefficient, mass money, money supply, real sector, recession, interest rate.