

ISLOM VA AN‘ANAVIY FOND INDEKSLARINING O‘ZARO QIYOSIY TAHLILI

PhD Abrorov Sirojiddin

*“O‘zbekiston iqtisodiyotini rivojlantirishning ilmiy asoslari
va muammolari” ilmiy tadqiqot markazi sektor mudiri,
O‘zbekiston xalqaro islom akademiyasi katta o‘qituvchisi*

Tadqiqot obyekti hisoblangan islom kapital bozori jahon kapital bozorida tobora o‘z o‘rnini kengaytirib bormoqda. Buning bir qancha omillari mavjud. Islom kapital bozori mamlakat iqtisodiyoti rivojiga ijobiy ta’siri, inqirozlarga bardoshlilik va samaradorligi yuqoriligi borasida ko‘plab tadqiqotlar amalga oshirilgan. Kapital bozori instrumetnlari ko‘rsatkichlari nihoyatda sezgir va tez o‘zgaruvchan bo‘lib, bu borada islom kapital bozorining holatini o‘rganish zarurati yuzaga keldi. Shunga ko‘ra islom kapital bozori va ananaviy kapital bozorining tashqi shok omillarga bardoshlilik darajasini aniqlash orqali jahon ilmiy hamjamiyatida avval olib borilgan tadqiqotlarni boyitishga harakat qildik. Bizning gipotezamizga ko‘ra islom kapital borozori aktivlarga asoslanishi, ribo, g‘arar, maysir unsurlaridan holi bo‘lishi va axloqiy normalarga tayangan iqtisodiy faoliyatdan tarkib topishi singari omillar hisobiga an‘anaviy kapital bozoriga nisbatan inqirozlarga va tashqi shok omillariga bardoshli hisoblanadi. Ikkala tizimni ham bozor holatini namoyish etish uchun eng maqbul o‘zgaruvchi sifatida fond indeksleri hisoblanadi.

Kapital bozorlarini o‘zaro qiyosiy tahlil qilish uchun yirik hisoblangan 3 ta global fond indekslarini va bitta mamlakat darajadagi fond indeksi tanlab olindi. Qiyosiy tahlil mantiqan muvofiq bo‘lish uchun an‘anaviy fond indeksi bilan uning islom fond indeksi taqqoslandi. Tadqiqot uchun indekslarning 10 yillik davrnining kunlik yopilish narxleri olingan.

ko‘rish mumkinki, 2015-yil iyundan 2016-yil iyungacha fond bozorlarda tushish kuzatilgan. Bunga 2015-yil iyun-avgust oylarida Xitoy SSE kompozit indeksining 43 foizga tushishi va yuan devalvatsiyasi bosh omil bo‘lgan. Xitoy YaIM o‘shish sur‘atining to‘xtashi, neft narxining pasayishi, Gretsiya defoltidan keyin investorlar o‘z aksiyalarini sota boshlashgan. Brexit referendumi ham aynan shu davrlarga to‘g‘ri keladi. 2020-yil COVID-19 ning ta’siri birinchi yarim yillikda fond bozori indekslarning qulashida namoyon bo‘lgan. 2022-yil davomida AQSh dollarining yuqori darajadagi inlatsiyasi jahon kapital bozorida o‘z aksini ko‘rsatmay qo‘ymadi. Mazkur pasayish tanlangan davrdagi uchinchi shok omil deya tavsiflasi bo‘ladi.

Tadqiqot uchun Hill baholash va OLS log-log regressiya metodlari tanlab olingan

Tanlangan metod bo‘yicha tahlillarni amalga oshirishdan avval ma’lumotlarning statistik ahamiyatini tekshirish maqsadida barcha fond indekslarining tanlanmasidan ajratib olingan turli qismlarida qoldiq qiymat bahosi hisoblandi. Unda avval indekslarning nisbiy o‘zgarishi absolyut

qiymatlarga keltirilib kattadan kichikka qarab tartiblandi. Qayta tartiblangan tanlanmaning eng yuqori 2,5 foizdan 15 foizgacha qismi ajratib olindi. Ajratib olingan qismlarning 95 foiz ishonch intervalida yuqori va quyi chegaralari bilan birgalikda qoldiq qiymat bahosi aniqlandi.

Natijalardan ko‘rinadiki, barcha fond indekslarida ajratib olingan qismlarining 95 foiz ishonch intervallarida qoldiq qiymat bahosining yuqori va quyi chegaralari orasidagi intervallar o‘zidan avvalgi va keyingi qism intervallari bilan tutashlikka ega. Hech bir fond indekslarida qismlarlarning mazkur intervallari umumiylikka ega bo‘lmasdan keskin siljish holati kuzatilmaydi. Bu esa tanlanmaning statistik ahamiyatli ekanligini anglatadi.

Ma‘lumotlarning statistik ahamiyatli ekanligi tasdiqlangandan so‘ng biz fond indekslarini uning tanlanmasidan ajratib olingan 5% va 10 % qismlarida qoldiq qiymat bahosi va 95 foiz ishonch intervallarini o‘zaro qiyosiy tahlil qildik.

An‘anaviy fond indeksleri bo‘yicha $DJIA_{RS5\%}$ da qoldiq qiymat bahosi intervali 2 dan kam qiymatni ham o‘z ichiga olgan, ya‘ni quyi chegara qiymati 1,9273ni tashkil etmoqda (1-jadval). Bu holatda qoldiq qiymat bahosi 2 dan yuqori degan gipoteza rad etilmoqda. Qolgan barcha an‘anaviy fond indekslarida barcha modellar va qismlarda qoldiq qiymat bahosi 2 dan yuqori chiqqan. Bu esa qoldiq qiymat bahosi 2 dan yuqori degan gipotezani tasdiqlaydi. Qoldiq qiymat bahosi 3 ga teng bo‘lishi mumkin degan ehtimollikni $DJIA_{Hill10\%}$, $FTSE_{Hill10\%}$ va $SP500_{Hill10\%}$ larda inkor etiladi. Qolgan modellar va qismlarda yuqori chegara bahosi 3dan baland bo‘lganligi sababli inkor etilmaydi. Qoldiq qiymat bahosi 4 ga teng bo‘lish ehtimolligi faqat $JCI_{RS5\%}$ da kuzatiladi va qolgan barcha modellar qismlarda yuqori chegara 4 dan pastligi uchun rad etiladi.

Islom fond indeksleri bo‘yicha barcha modellar va qismlarda qoldiq qiymat ko‘rsatkichi 2 dan yuqori chiqqan (2-jadval). Bu holatda barcha islom fond indekslarining quyi chegarasi 2 dan yuqoriligi kuzatilgan. Qoldiq qiymat bahosi 3 ga teng bo‘lishi mumkin degan ehtimollikni $DJISlm_{Hill10\%}$, $FTSEIslm_{Hill10\%}$ va $SP500Islm_{Hill10\%}$ larda inkor etiladi. Qolgan modellar va qismlarda yuqori chegara bahosi 3dan baland bo‘lganligi sababli inkor etilmaydi. Qoldiq qiymat bahosi 4 ga teng bo‘lish ehtimolligi faqat $JII_{RS5\%}$ da kuzatiladi va qolgan barcha modellar qismlarda yuqori chegara 4 dan pastligi uchun rad etiladi.

1-2-jadvallarda keltirilgan natijalar bo‘yicha an‘anaviy va islom fond indeksleri o‘zaro qiyosan taqqoslanadigan bo‘lsa islomiy fond indekslarining ko‘rsatkichlari an‘anaviysiga qaraganda yuqoriroq ekanligini kuzatish mumkin. $DJIA_{Hill10\%}$ va $SP500_{Hill10\%}$ da muqobili bo‘lgan islom fond indekslarigan biroz yuqoriroq qayr etilgan. Bu qiyoslashlarning 16 tadan 2 tasini tashkil etadi. Ammo mazkur farq darajasi juda past bo‘lib asosiy gipotezani tasdiqlanishi uchun jiddiy ta‘sir etmaydi. Bundan tashqari ahamiyati yuqoriroq hisoblanuvchi RS usulidan islom fond indeksleri natijalari to‘laqonli yuqoriroq bo‘lganligi sababli xulosa qilish uchun yetarli bo‘ladi. Baholash modellariga ko‘ra qoldiq qiymat qanchalik yuqori bo‘lsa, tashqi shok omillarga shunchalik bardoshligi ifodalanadi.

1-jadval

An’anaviy fond indekslarining qoldiq qiymat baholari¹⁷⁹

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

2-jadval

Islom fond indekslarining qoldiq qiymat baholari¹⁸⁰

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

¹⁷⁹ Hisob-kitoblar asosida muallif tomonidan tayyorlangan

¹⁸⁰ Hisob-kitoblar asosida muallif tomonidan tayyorlangan

A'anaviy va islom fond indekslarida musbat va manfiy o'zgarishlar uchun qoldiq qiymat baholari bo'yicha alohida taqqoslashda ham deyarli yuqoridagi holat kuzatilib xulosa yana o'z tasdig'ini topdi. Bunda Hills baholash usulida JCI musbat o'zgarishda ajratib olingan 5% va 10 % qismlarida va manfiy o'zgarishda 5% qismda JIIga nisbatan, SP500 manfiy o'zgarishda 5% va 10 % qismlarida SP500Islmga nisbatan hamda DJIA manfiy o'zgarishda 10% qismda DJIslmga nisbatan balandroq qayd etilgan. Qolgan 26 ta qiyoslash holatida islom fond indeksleri ustunlikni kasb etgan.

Hills baholash modeli va OLS log-log regression medeli asosida tanlangan davrdagi qoldiq qiymatlar baholanishining natijalarga ko'ra islom fond indekslarining an'anaviy fond indekslariga nisbatan tashqi shok omillarga bardoshliroq ekanligi aniqlandi. Barcha fond indeksleri bo'yicha tanlanmadagi ko'payib boruvchi kuzatuvlar soni bo'yicha qoldiq qiymat bahosi va 95 foiz ishonch intervallari grafiklari chizildi. Unda ko'payib borish vaqtli qatorlar ketma-ketligi bo'yicha tartiblandi. Dastlabki qiymat tanlanmadan davr bo'yicha eng birinchi 100 ta kuzatuv nuqtalari bo'yicha hisoblangan. Qolgan ko'rsatkichlar mos ravishda 1 tadan qo'shilib boradi.

Yuqorida sharhlangan va tadqiqotimiz tanlanmasining qamroviga kiruvchi ta'sir etuvchi shok omillarning birichi va ikkinchisi grafiklarda yaqqol ifodasini topgan. 2015-yildagi shok omil statistik jihatdan deyarli barcha indekslarga o'z ta'sirini ko'rsatgan. Ammo 2020-yilda boshlangan pandemiyaning ta'siri jiddiy hisoblanib barcha fond indekslariga keskin ta'sini namoyon etgan.

Tanlanmadagi ko'payib boruvchi kuzatuvlar soni bo'yicha qoldiq qiymat bahosi va 95 foiz ishonch intervallari bo'yicha tahlillar an'anaviy fond indekslar uchun pandemiya ta'siri eng yuqori darajada bo'lib pandemiyaning keying davr qoldiq qiymatning yuqori chegarasi pandemiyaning avvalgi davrning quyi chegarasidan ham sezilarli darajada pastlab ketgan. Islom fond indekslarida esa mazkul holat nisbatan kamroq tebranish bilan kechgan. Ya'ni davrlarning yuqori va quyi chegara intervallari tutashlikka ega yoki keskin tafovutlanmaydi. Bu pandemiya davrida islom fond indeksleri nisbatan kamroq riskka ega bo'lganligini ifodalaydi. Boshqacha aytganda qo'yilgan gipoteza yana bir bor o'z tasdig'ini topganligini bildiradi.

Amalga oshirilgan tadqiqotdan quyidagi ayrim xulosalarni keltirish mumkin: islom fond indeksleri an'anaviy fond indekslariga qaraganda tashqi shok omillarga bardoshliroq. Bu global fond indekslarida ham mintaqaviy fond indekslarida ham namoyon bo'ladi;

mamlakat fond bozorini rivojlantirishda va raqobatni qo'llab-quvvatlashda islom kapital bozori ekotizimini shakllantirish hamda unda islom fond indeksleri instrumentlari faoliyatini yo'lga qo'yish muhim ahamiyat kasb etadi;

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