



SUKUK EMISSIYASINING TARKIBIY TUZILISHIGA KO'RA TAHLILI

PhD Abrorov Sirojiddin

*“O‘zbekiston iqtisodiyotini rivojlantirishning ilmiy asoslari va muammolari” ilmiy-tadqiqot markazi,
O‘zbekiston xalqaro islom akademiyasi
ORCID: 0000-0001-9559-0231
s.abrorov@tsue.uz*

Annotatsiya. Mazkur maqola islom moliyasining nisbatan yangi instrumenti hisoblangan 2001-2022 yillardagi o‘zgarishlar dinamikasini aks ettirishga bag‘ishlangan. Unda sukukning turli tasniflariga ko‘ra turlari bo‘yicha tahlillar amalga oshirilgan. O‘tgan davr mobaynidagi o‘zgarishlar sabablarini o‘rgangan holda sharhlar berilgan. Sukukning shakllangan trendlari bo‘yicha xulosalar keltirilgan. Ayrim mamlakatlarning mazkur sohaga oid ustuvor yo‘nalishlarga ham to‘xtalib o‘tilgan.

Kalit so‘zlar: islom moliyasi, islom kapital bozori, sukuk, murobaha, ijara, vakala, emissiya

АНАЛИЗ ЭМИССИИ СУКУК В СООТВЕТСТВИИ С ЕЕ СТРУКТУРОЙ

PhD Аброров Сирожиддин

*Научно-исследовательский центр
«Научных основ и проблем развития экономики Узбекистана»,
Международная исламская академия Узбекистана*

Аннотация. Данная статья посвящена анализу динамики изменений сукук, являющихся относительно новым инструментом исламских финансов, в период с 2001 по 2022 годы. В ней проведены анализы различных классификаций сукук. Прокомментированы причины изменений, произошедших за прошедший период. Приведены выводы по сформировавшимся тенденциям сукук. Также освещены устойчивые направления в этой области в некоторых странах.

Ключевые слова: исламские финансы, исламский капитальный рынок, сукук, мурабаха, иджара, вакала, эмиссия.

ANALYSIS OF SUKUK EMISSION ACCORDING TO ITS STRUCTURE

PhD Abrorov Sirojiddin

*Research Center "Scientific Bases and
Issues of Economic Development Uzbekistan",
International Islamic Academy of Uzbekistan*

Abstract. This article is dedicated to analyzing the dynamics of changes in sukuk, which are relatively new instruments in Islamic finance, from 2001 to 2022. It includes analyses of various classifications of sukuk. The reasons for changes that occurred during the past period are commented on. Conclusions on the established trends in sukuk are presented. The article also covers stable directions in this field in certain countries.

Keywords: Islamic finance, Islamic capital market, sukuk, murabaha, ijara, wakala, issuance

Kirish.

O'tgan davr mobaynida jahon sukuk bozori sezilarli tarkibiy o'zgarishlarga duch keldi. Uning rivojlanishida turli mintaqalar va mamlakatlar muhim rol o'ynadi. Malayziya sukuk instrumentining katta qismini tashkil etuvchi jahon sukuk bozorida dominant o'yinchi hisoblanadi. Mamlakatda keng qamrovli me'yoriy-huquqiy baza va infratuzilmaga ega bo'lgan yaxshi tashkil etilgan islom moliyasi ekotizimi mavjud. Malayziya sukuk emissiyalarida davlat va korporativ chiqaruvlar ustuvorlikni kasb etgan.

Saudiya Arabistoni, Birlashgan Arab Amirliklari, Qatar, Bahrayn, O'mon va Quvayt kabi GCC mamlakatlari ham jahon sukuk bozoriga katta hissa qo'shib kelmoqda. Ushbu mamlakatlar islom moliyasi industriyasini ko'p miqdordagi sukuklarini chiqarib kelmoqda.

Indoneziya jahon sukuk bozorining asosiy o'yinchilaridan biriga aylandi. Mamlakat aholisining aksar qismini musulmonlar tashkil etadi va islom moliyasi sektori, shu jumladan, sukuk chiqarish faol rivojlanmoqda. Indoneziya hukumati va korporatsiyalari infratuzilma loyihalarini moliyalashtirish va iqtisodiy rivojlanishni qo'llab-quvvatlash uchun sukuk emissiya qiladi.

Malayziya, GCC va Indoneziyadan tashqari, boshqa davlatlar ham sukuk jahon bozorida ishtirok etadi. Bularga Turkiya, Pokiston, Bangladesh va Buyuk Britaniya kabi davlatlar kiradi. Ushbu mamlakatlardagi bozor hajmi jihatidan unchalik katta bo'lmasligi mumkin bo'lsa-da, ular sukukning chiqarilishi mavjud va jahon sukuk bozorining umumiy diversifikatsiyasiga hissa qo'shdilar. Turkiyada mazkur soha so'nggi yillarda jadal rivojlanishi alohida e'tiborga molik.

Jahon sukuk bozorida emitentlar va investorlarning xilma-xilligi ortib bormoqda. Dastlab sukuk emissiyalari asosan davlat tomonidan amalga oshirilgan. Shunga qaramay, korporativ sukuklarni, shu jumladan, moliya institutlari va turli sohalaridagi korporatsiyalar tomonidan chiqarish tendensiyasi kuchaymoqda. Xuddi shunday, sukuk uchun investorlar bazasi an'anaviy investorlardan tashqari kengayib endi diversifikatsiya va axloqiy investitsiya imkoniyatlarini izlayotgan boshqa investorlarni ham jalb qilmoqda. Umuman olganda, jahon sukuk bozori yangi ishtirokchilar paydo bo'lishi, emitentlar va investorlarning diversifikatsiyasi va turli mintaqalarda islom moliyasi ekotizimlarining o'sishi bilan rivojlanib, tarkibiy o'zgarishlarga duch keldi. Ushbu diversifikatsiya global sukuk bozorining umumiy rivojlanishi va kengayishiga yordam berdi, bu esa kengroq investitsiya imkoniyatlarini taqdim etmoqda hamda bozorning jozibadorligi va likvidligini oshiradi.

Sukuklar bilan bir qatorda islom fond indeksleri ham iqtisodiyotda muhim ahamiyat kasb etishi va an'anaviy fond indekslaridan tashqi shok omillarga bardoshliroq ekanligiga (Abrorov, 2024) oid tadqiqotlar ham islom moliyasini tadqiq etish ahamiyatini oshiradi

Adabiyotlar sharhi.

Hasib Ahmed, Hassan va Blake Rayfield (2018)lar nashr etgan "Korxonalar qachon va nega sukuk emissiya qiladi?" nomli maqolasida sukuk chiqarilishining investorlar tomonidan qabul qilinishi va an'anaviy obligatsiyalar bilan solishtirilgan farqlarini tahlil qilgan. Unda sukuk chiqarilishidan oldin korxonalar rentabelligiga oid bahsli mulohazalar keltirilgan.

"Birinch dekadada sukuk: Raqamlar" nomli maqola biz tanlagan usul kabi yozilgan bo'lib, unda sukuk chiqarilishining dastlabki o'n yillik davri tahlil qilingan. Tahlil sohalar, sukukning tarkibiy turlari va muddatlari bo'yicha amalga oshirilgan (McMillen va Crawford, 2008).

Klein boshchiligidagi jamoa tomonidan amalga oshirilgan tadqiqotda so'nggi yillarda islom moliyasining kengayishi bilan sukuklar an'anaviy obligatsiyalarga muqobil sifatida namoyon bo'lishi haqida fikr ilgari surilgan. Tadqiqotning maqsadi sukuk chiqarilishining kompaniya faoliyatiga ta'sirini o'rganishga bag'ishlangan. Tadqiqotda Malayziyaning ro'yxatga olingan kompaniyalari namunasida sukuk va obligatsiyalar chiqarilishining aksiyadorlar bozoridagi ko'rsatkichlariga qanday ta'sir qilishini tahlil qilingan (Klein va b., 2018).

Xitoyda sukuk chiqarish: imkoniyatlar va qiyinchiliklarga bag'ishlangan maqola Xitoyda sukuk chiqarish imkoniyatlari va qiyinchiliklarini batafsil tahlil qilingan hamda sukuk chiqarilishi bilan bog'liq tartibga solish masalalari ko'rib chiqilgan. Maqolada Xitoyning sukuk chiqarilishi bilan bog'liq ichki va tashqi muhirlari SWOT tahlil yordamida o'rganilgan va sukuklarni Xitoyning joriy moliyalashtirish ehtiyojlarini qondirishda qanday qo'llash mumkinligi yoritilgan. Maqolada sukuklarning Xitoyda qo'llanilishi uchun qonunchilik tizimini o'zgartirish va sukuk chiqarilishiga mos keladigan normativ bazani yaratish kerakligiga e'tibor qaratilgan. Shuningdek, blokcheyn texnologiyasi sukuklarning ayrim cheklovlarini bartaraf etish uchun ishlatilishi mumkinligi qayd etilgan (Yang, 2022).

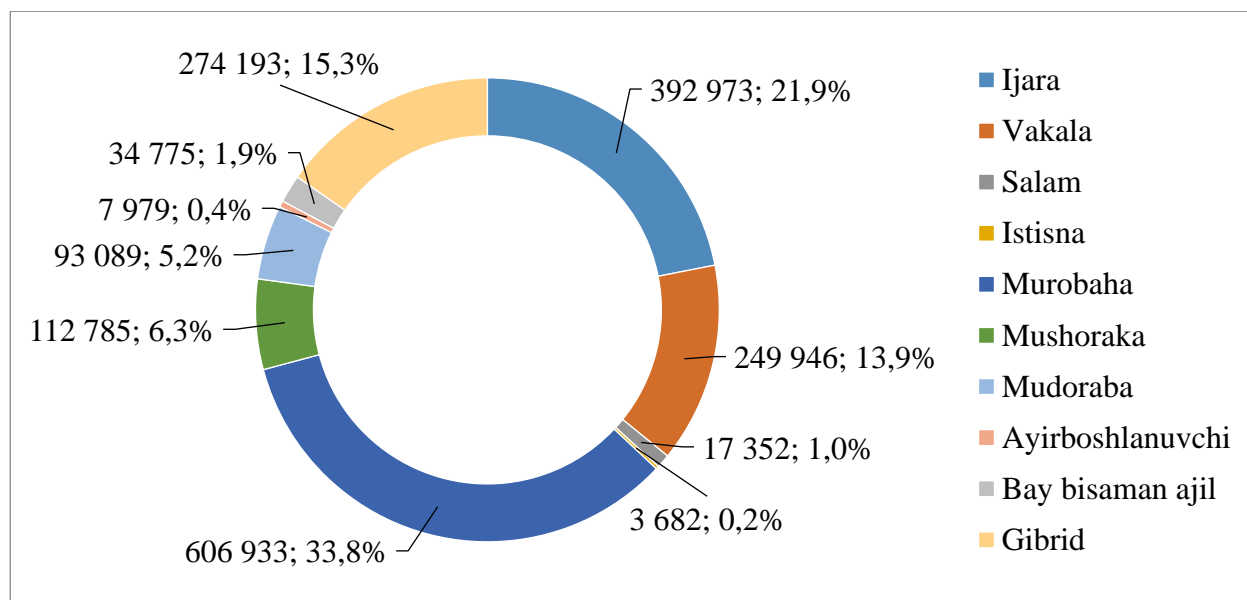
Shuningdek, mazkur yo'nalishdagi avvalgi maqolamizda sukuk rivojlanishining 2021-yil yakunlariga ko'ra tahlili amalga oshirilgan bo'lib, unda tadqiqot davrining eng muhim jihatlari to'xtalib o'tilgan (Abrorov, 2022).

Tadqiqot metodologiyasi.

Maqolani tayyorlash jarayonida turli ma'lumotlar va sharhlardan foydalanilgan. Ushbu ma'lumotlar islom moliyasi, moliyaviy tendensiyalar, axloqiy moliya, texnologik yutuqlar va boshqa shu kabi yo'nalishlarga asoslanadi. Maqolada olingan ma'lumotlar asosida jahonda islom moliyasi rivojlanishini ekstropolyatsiya qilingan. Statistik ma'lumotlar aniq bo'lishi uchun ishonchli manbalardan olingan.

Tahlil va natijalar muhokamasi.

Jahonda risk darajasi pastroq va daromadlarni avvaldan yuqori aniqlik bilan baholash mumkin bo'lgan sukuk turlari ommalashgan bo'lib eng katta ustunlik murobaha sukukiga tegishli (1-rasm). 2001-yildan boshlab 2022-yil yakuniga qadar 606,9 mlrd. AQSh dollaridan ortiq qiymatda murobaha sukuklari chiqarilgan bo'lib shu kungacha emissiya qilingan jahondagi jami sukuklarning deyarli 33,8 foizini tashkil etadi. Emissiya hajmi yirikligi bo'yicha keyingi sukuk turi ijara sukuki deyarli 393,0 mlrd. AQSh dollari qiymatida emissiya amalga oshirilgan. Bu ko'rsatkich jahon sukuk emissiyasining 21,9 foizini shakllantirgan.

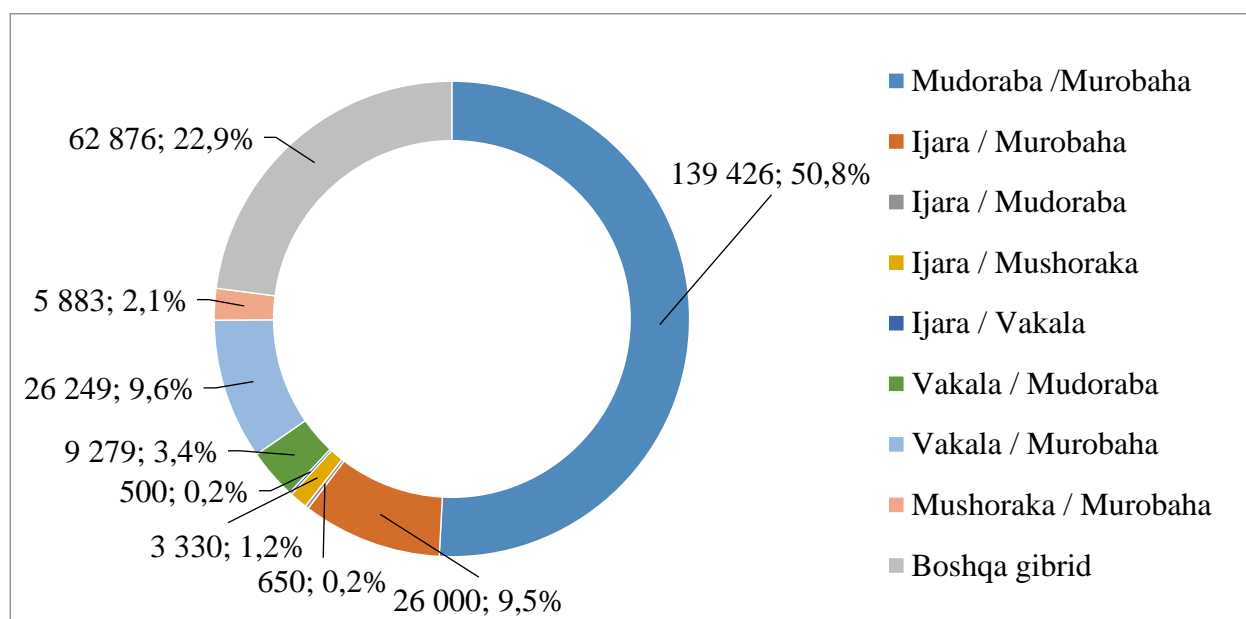


1-rasm. 2001-2022-yillarda turlariga ko'ra sukuk emissiyasi (mln. AQSh dollari)²

² IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2023 ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan.

Vakala va gibril sukuklar 249,9 mlrd. va 274,2 mlrd. AQSh dollarlik qiymat bilan mos ravishda 13,9 foiz va 15,3 foiz ulushga ega (IIFM, 2023). Eng ko'p foydalaniluvchi 3 ta sukuk turlari – murobaha, ijara va gibril sukuklari jami jahon emissiyasining 71,0 foizini qamrab olmoqda. Ammo so'nggi yillardagi tendensiyaga ko'ra sukuk instrumentining turlariga ko'ra diversifikatsiya darajasi tobora ortib bormoqda. Aslida gibril sukuk deb ko'rilgan tur umumlashgan guruh nomi bo'lib uning tarkibini ham alohida tadqiq qilish mumkin.

Sukuk turlari uning gibril shakllari ishlab chiqilgandan keyin investorlar va emitentlar uchun ham yanada kengroq imkoniyatlarni taqdim eta boshladi. 2023-yil boshiga qadar jami 274,2 mlrd. AQSh dollari miqdorida gibril turdagi sukuklar emissiya qilingan bo'lsa uning 70 foizidan ortig'ida murobaha tamoyili aralashgan (2-rasm). Xususan, mudoraba/murobaha tamoyillari asosida chiqarilgan sukuklar qiymati 139,4 mlrd. AQSh dollarni tashkil etib ulushi gibril turdagi sukuklarning teng yarmidan oshgan.



2-rasm. 2001-2022-yillarda turlariga ko'ra gibril sukuk emissiyasi (mln. AQSh dollari)³

Har xil turdagi sukuk tuzilmalarining elementlarini birlashtirgan gibril sukuk dunyoda uni chiqarishga hozircha ustuvor ahamiyat bermaydi. Gibril sukuk ma'lum foyda va moslashuvchanlikni taklif qilsa-da, ular murobaha sukuki yoki ijara sukuki kabi boshqa sukuk tuzilmalari kabi keng tarqalgan yoki mashhur emas.

Buning asosiy sababi shundaki, gibril sukuklar tuzilishi va mexanizmi jihatidan nisbatan murakkabroq. Ular shariat tamoyillari va tartibga solish talablariga muvofiqligini ta'minlash uchun ehtiyotkorlik bilan ko'rib chiqish va tahlil qilishni talab qiladi. Gibril sukuklarning murakkabligi ularni oddiyroq va tanish sukuk tuzilmalarini afzal ko'rgan emitentlar va investorlar uchun kamroq jozibador qilishi mumkin.

Shu bilan birga, gibril sukuk bozori rivojlanishda davom etmoqda. Bozor ishtirokchilari orasida an'anaviy sukuk tuzilmalarini standartlashtirish va tushunishning yuqori darajasi mavjud bo'lib, ularni yanada jozibali va sotish uchun qulay qiladi. Gibril sukuk nisbatan yangi tushuncha bo'lib, bozorni qabul qilish va investorlarni xabardor qilish nuqtayi nazaridan qiyinchiliklarga duch kelishi mumkin.

Ammo shuni ta'kidlash kerakki, sukuk bozori dinamik bo'lib, yangi tuzilmalar va innovatsiyalar doimiy ravishda paydo bo'lmoqda. Bozor rivojlanib, investorlar tomonidan

³ IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2023 ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan.

talab diversifikatsiya qilinar ekan, gibrid sukuki sukuk emissiyasida katta ahamiyat va ustuvorlikka ega bo'lishi mumkin. Bozor ishtirokchilari va tartibga soluvchilar islom kapital bozorining davom etayotgan evolyutsiyasi va o'sishi doirasida gibrid sukuklarni targ'ib qilish va rivojlantirish yo'llarini o'rganmoqda.

1-jadval

**2001-2022-yillarda emitentlarning tashkiliy huquqiy shakliga ko'ra
murobaha sukuk emissiyasi (mln. AQSh dollari)⁴**

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

Jahonda eng ko'p emissiya qiluvchi murobaha sukuki aksar hollarda mahalliy bozor uchun chiqarilib kelinmoqda (1-jadval). Mahalliy bozor uchun chiqarilgan murobaha sukuklari hajmi umumiy murobaha sukuklarining 98 foizini tashkil etmoqda. Bu turdagi sukuklarni emissiya qilishda davlat dominant ishtirokchi sifatida namoyon bo'lmoqda. Davlat tomonidan chiqarilgan mahalliy murobaha sukuklar jami mahalliy murobaha sukukning deyarli 72 foizini, jami murobaha sukukning 70 foizini, jami sukuklarning deyarli chorak qismini tashkil etmoqda. Bu esa davlat loyihalari uchun ichki bozordan murobaha tamoyili asosida mablag'lar jalb qilish qulay va samarali ekanidan dalolat qiladi.

2-jadval

**2001-2022-yillarda emitentlarning tashkiliy huquqiy shakliga ko'ra
ijara sukuk emissiyasi (mln. AQSh dollari)⁵**

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

Emissiya hajmi bo'yicha murobaha sukuklaridan keyin turuvchi ijara sukuki tarkibi ham yuqorida ko'rilgani kabi murobaha sukuki tarkibiy tuzilishiga o'xshash jihatlarni uchratish mumkin (2-jadval). Ijara sukuklari ham ko'p hollarda mahalliy bozor uchun chiqariladi ya'ni mazkur ko'rsatkich jami ijara sukuki emissiyasining 75 foizini tashkil qiladi. Ijara sukukidan davlat loyihalari moliyalashtirishda ham keng foydalaniladi. 2001-2022-yillar oralig'ida davlat tashkilotlari tomonidan mahalliy bozor uchun 226 mlrd. AQSh dollari qiymatidagi sukuklar emissiya qilingan. Bu qiymat jami mahalliy ijara sukukining deyarli 76,8 foizini, jami ijara sukukining 57,5 foizdan ortig'ini va jami sukukning 12,6 foizdan ortig'ini tashkil etadi.

Xulosa va takliflar.

Ijara sukuki murobaha sukuki bilan birgalik olinganda sukuk turlari orasida davlat uchun eng ko'p foydalaniluvchi vosita ekanligi oydinlashadi. Davlat tomonidan chiqarilgan bu ikki

⁴ IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2023 ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan.

⁵ IIFM Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market, August 2023 ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan.

instrument jami sukuk emissiyasining 40 foizini tashkil etmoqda. Xulosa qilish mumkinki, O'zbekistonda sukuk emissiyasi amalga oshirishda davlat tomonidan pilot loyiha ishlab chiqilganda murobaha yoki ijara tamoyillariga asoslanish maqsadga muvofiq hisoblanadi.

Emitentning tashkiliy huquqiy shakliga ko'ra sukuk chiqarilishida sukuk turlaridan foydalanish holati tahlil qilinganda yuqoridagi tahlillarda olingan xulosalar yana bir bor o'z tasdig'ini topadi. Bugungi kunga qadar sukuk bozorida davlat tomonidan chiqarilgan sukuklar katta hajmni tashkil etadi. Davlat tashkilotlari sukuk emissiya qilishda asosan murobaha va ijara sukuklariga murojaat qilishadi. Davlat tomonidan chiqarilgan sukuklarning 43,1 foizi murobaha tamoyilida chiqarilgan bo'lib umumiy qiymati 427,6 mlrd. AQSh dollarini tashkil etadi. Ijara sukuklari esa mos ravishda 29,0 foiz va 287,3 mlrd. AQSh dollari qiymatiga teng.

Kvazidavlat emitentlar misolida vakala sukuklari 129,7 mlrd. AQSh dollari (48,1 foiz) va murobaha sukuklari 65,7 mlrd. AQSh dollari (24,3 foiz)ni tashkil etmoqda. Korporativ va moliyaviy institutlar guruhiga kiruvchi emitentlar emissiyasi tarkibida sukuk turlari diversifikatsiyalashgan bo'lib alohida bir tur yakka dominantlik qilmaydi. Eng yirik turlardan korporativ emitentlarda murobaha sukuk 24,1 foiz va moliyaviy institutlarda vakala sukuki 22,1 foizlik ko'rsatkichni qayd etgan.

Adabiyotlar/ Лумепамыпа/ Reference:

Abrorov, S. (2024). Islom fond indekslarining an'anaviy fond indekslari bilan tashqi shok omillar bo'yicha qiyosiy tahlili. Iqtisodiy taraqqiyot va tahlil, 2(2), 18-34.

Ahmed, H., Hassan, M. K., & Rayfield, B. (2018). When and why firms issue sukuk?. Managerial Finance, 44(6), 774-786.

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

Klein, P. O., Weill, L., & Godlewski, C. J. (2018). How sukuk shapes firm performance. The World Economy, 41(3), 699-722.

McMillen, M. J., & Crawford, J. (2008). Sukuk in the first decade: By the Numbers. Dow Jones Islamic Market Indexes Newsletter (2008).

Yang, T. (2022). The issuance of sukuku in China: prospects and challenges. Journal of Islamic Accounting and Business Research, 13(7), 1059-1072.

Аброров, С. (2022). Сукук–исломий қимматли қоғозлар ривожланишининг 2021 йил якунларига қўра таҳлили. Iqtisodiyot va ta'lim, 23(6), 258-263.