
Obidjon AZIMOV

“Xalq bank” AT mutaxassisi

ISLOM QIMMATLI QOG‘OZLARI BOZORINING RIVOJLANTIRISH YO‘LLARI

Annotatsiya. Mazkur maqolada islom qimmatli qog‘ozlari bozorini, xususan sukuk va boshqa shariatga mos kapital instrumentlarini milliy iqtisodiyotda rivojlantirish yo‘llari hamda ularning real sektor, infratuzilma va moliyaviy inklyuziyaga ta’sir mexanizmlari tahlil qilinadi. Tadqiqotda foizsiz yondashuv, risklarni sheriklik asosida taqsimlash va aktivlar bilan ta’minlangan bitimlar orqali kapital bozorini chuqurlashtirishning nazariy asoslari yoritiladi. Xalqaro tajriba (Malayziya, Bahrayn, Indoneziya) hamda mintaqaviy imkoniyatlar (O‘zbekiston) solishtirilib, huquqiy-me’yoriy baza, bozor infratuzilmasi va investorlar uchun oshkoralik talablarining muhimligi asoslanadi. Natijalar islom qimmatli qog‘ozlarini joriy etish mamlakatning uzoq muddatli investitsiya oqimlarini kengaytirish, byudjet yukini kamaytirish va makrobarqarorlikni mustahkamlashga xizmat qilishini ko‘rsatadi.

Kalit so‘zlar: islom qimmatli qog‘ozlari, sukuk, foizsiz moliyalashtirish, risklarni sheriklik asosida taqsimlash, aktivlar bilan ta’minlangan bitimlar, kapital bozori, moliyaviy inklyuziya, infratuzilma moliyalashuvi.

PATHWAYS TO DEVELOP THE ISLAMIC SECURITIES MARKET

Abstract. This article examines pathways to develop an Islamic securities market—particularly sukuk and other Sharia-compliant capital instruments—and their mechanisms of impact on the real sector, infrastructure, and financial inclusion. It elaborates the theoretical foundations of interest-free finance, partnership-based risk sharing, and asset-backed structures as drivers of capital-market deepening. Drawing on international experience (Malaysia, Bahrain, Indonesia) and regional opportunities (Uzbekistan), it emphasizes the role of legal-regulatory frameworks, market infrastructure, and investor disclosure. Findings indicate that Islamic securities can expand long-term investment inflows, ease fiscal burdens, and strengthen macroeconomic stability.

Keywords: Islamic securities, sukuk, interest-free finance, risk sharing, asset-backed structures, capital market, financial inclusion, infrastructure

financing.

ПУТИ РАЗВИТИЯ РЫНКА ИСЛАМСКИХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Абстрактный. В статье анализируются пути развития рынка исламских ценных бумаг — прежде всего сукук и других соответствующих шариату инструментов — и их влияние на реальный сектор, инфраструктуру и финансовую инклюзию. Раскрываются теоретические основы беспроцентного финансирования, распределения рисков на партнерской основе и сделок, обеспеченных активами, как факторов углубления рынка капитала. На базе международного опыта (Малайзия, Бахрейн, Индонезия) и региональных возможностей (Узбекистан) обосновывается значимость правовой базы, рыночной инфраструктуры и раскрытия информации для инвесторов. Результаты показывают, что исламские ценные бумаги способны расширить долгосрочные инвестиционные притоки, снизить нагрузку на бюджет и укрепить макроэкономическую стабильность.

Ключевые слова: исламские ценные бумаги, сукук, беспроцентное финансирование, распределение рисков, сделки, обеспеченные активами, рынок капитала, финансовая инклюзия, инфраструктурное финансирование.

KIRISH

So‘nggi yillarda global moliya bozorlarida islom qimmatli qog‘ozlari, xususan sukuk emissiyasi hajmining barqaror o‘sishi, ushbu instrumentning iqtisodiy rivojlanishdagi o‘rni tobora kuchayib borayotganini ko‘rsatmoqda. ICD–Refinitiv (2023) ma’lumotlariga ko‘ra[1], 2023-yilda jahon sukuk bozori hajmi 182 mlrd. AQSh dollariga yetib, so‘nggi besh yilda 17 foizlik o‘sish kuzatildi. Bu jarayon, ayniqsa, rivojlanayotgan mamlakatlar uchun, uzoq muddatli va barqaror moliyalashtirish manbalarini yaratishda strategik ahamiyat kasb etadi. Shuningdek, foizli moliya vositalaridan voz kechgan, lekin kapital bozorida faol ishtirok etishni istagan investorlar uchun shariatga mos qimmatli qog‘ozlar yuqori talabga ega bo‘lib bormoqda. Shu nuqtai nazardan, O‘zbekistonda islom qimmatli qog‘ozlari bozorini shakllantirish nafaqat moliyaviy diversifikatsiyani ta’minlaydi, balki xalqaro investitsiya oqimini ham kengaytiradi. Islom Taraqqiyot Banki (2023) tadqiqotlarida qayd etilishicha, sukuk instrumentlari orqali jalb qilingan

kapitalning 60 foizdan ortig'i infratuzilma, energetika, transport va ijtimoiy soha loyihalariga yo'naltirilgan bo'lib, bu mamlakatlarning uzoq muddatli iqtisodiy barqarorligini ta'minlashda muhim omil sifatida namoyon bo'lmoqda[2]. Bunday moliyaviy instrumentlar, an'anaviy obligatsiyalar bilan taqqoslaganda, real aktivlar bilan ta'minlangani sababli investorlar uchun xavf darajasini pasaytiradi va investitsiya muhitiga bo'lgan ishonchni oshiradi. Bundan tashqari, xalqaro tajriba shuni ko'rsatadiki, sukuk bozori rivojlangan mamlakatlarda iqtisodiy o'sishni qo'llab-quvvatlash bilan birga, valyuta barqarorligini mustahkamlashda ham samarali vosita sifatida xizmat qiladi.

O'zbekistonda islom qimmatli qog'ozlari bozorini rivojlantirish, avvalo, moliya bozorining institutsional infratuzilmasini kengaytirish va huquqiy-me'yoriy bazasini islom moliya standartlariga moslashtirishni talab qiladi. Jahon banki (2022) va B. Usmonov (2023) tadqiqotlariga ko'ra, ushbu yo'nalishda muvaffaqiyatli natijalarga erishish uchun sukuk emissiyasi mexanizmlarini nafaqat davlat obligatsiyalarida, balki xususiy sektor kapital jalb qilishida ham qo'llash lozim[3]. Shu bilan birga, xalqaro reyting agentliklari bilan hamkorlikda islom qimmatli qog'ozlari reyting tizimini joriy etish investorlar bazasini kengaytirish imkonini beradi.

Malayziya, Bahrayn va Indoneziya tajribasi shuni ko'rsatadiki, islom qimmatli qog'ozlari bozorining muvaffaqiyatli ishlashi uchun bozor ishtirokchilarining bilim darajasi, axborot shaffofligi va shariat kengashlari faoliyatining samaradorligi juda muhim. Masalan, Malayziyada sukuk bozori mamlakat yalpi ichki mahsulotining 30 foizidan ortig'iga teng bo'lib, bu natija qat'iy qonunchilik, kuchli moliyaviy infratuzilma va xalqaro integratsiya orqali ta'minlangan[4]. O'zbekistonda esa ushbu yo'nalishda yangi moliya markazlari va islom banklari bilan integratsiyalashgan birja platformalarini yaratish zarur.

Xalqaro moliya tizimidagi islom qimmatli qog'ozlari segmentining o'sishi, shariatga mos investitsiya vositalariga talabning ortib borayotganini tasdiqlaydi. OECD (2023) prognozlariga ko'ra, 2030-yilga borib global sukuk bozori hajmi 300 mlrd. AQSh dollaridan oshishi kutilmoqda[5]. Bu esa, O'zbekiston kabi yangi bozorlar uchun katta imkoniyat yaratadi. Agar mamlakat o'z moliya tizimini xalqaro standartlarga moslashtirib, sukuk emissiyasini joriy etsa, nafaqat ichki kapital bozorini jonlantiradi, balki mintaqada islom moliyasining yetakchi

markazlaridan biriga aylanishi mumkin.

MAVZUGA OID ADABIYOTLAR TAHLILI

Mavzuga oid zamonaviy ilmiy adabiyotlar tahlili shuni ko'rsatadiki, islom qimmatli qog'ozlari bozori (ayniqsa, sukuk) global kapital bozorida eng tez sur'atlar bilan rivojlanayotgan segmentlardan biri bo'lib, uning joriy etilishi milliy iqtisodiyotlar uchun yangi investitsion imkoniyatlar yaratmoqda. OECD (2023) hisobotida qayd etilishicha, sukuk emissiyasi nafaqat infratuzilma loyihalarini moliyalashtirishda, balki davlat byudjeti barqarorligini ta'minlashda ham muhim vosita sifatida qaralmoqda, chunki u shariat talablariga muvofiq bo'lgan holda xalqaro investorlar qatlamini kengaytiradi[6]. Iqbal va Mirakhor (2017) o'z tadqiqotlarida sukukning asosiy afzalliklari sifatida real aktivlar bilan ta'minlanganlik, risklarni teng taqsimlash va spekulyativ tranzaksiyalardan cheklanishni ta'kidlashadi, bu esa moliyaviy tizim barqarorligini oshiradi[7].

ICD–Refinitiv (2023) “Islamic Finance Development Report” ma'lumotlariga ko'ra, global sukuk bozori 2022-yilda 182 milliard AQSh dollariga yetgan bo'lib, bu ko'rsatkichning 38 foizi Malayziya, 27 foizi Saudiya Arabistoni va 12 foizi Indoneziyaga to'g'ri keladi, Markaziy Osiyo mamlakatlari esa hozircha ulkan bozor imkoniyatlarini ishga solmagan[8]. Usmonov (2023) esa O'zbekiston sharoitida sukuk emissiyasi uchun qonunchilik bazasini takomillashtirish[9], islom moliyasi institutlari o'rtasida hamkorlikni kengaytirish va xalqaro reyting agentliklari bilan ishlash bozorining muvaffaqiyatli rivojlanishi uchun zarur shart ekanini ta'kidlaydi.

Bahrain EDB (2022) hisobotida sukuk bozorining rivojlanishi uchun kapital bozorini institutsional mustahkamlash, likvidlikni oshirish va ikkilamchi bozor mexanizmlarini joriy etish muhim yo'nalishlar sifatida belgilangan[10]. Shuningdek, Islom Taraqqiyot Banki (2023) tavsiyalariga ko'ra, rivojlanayotgan mamlakatlarda islom qimmatli qog'ozlari bozorini rivojlantirishda davlat kafolatlari va mahalliy valyutada emissiya amaliyotini kengaytirish investorlar ishonchini oshiradi va milliy iqtisodiyotning valyuta risklarini kamaytiradi[11].

TADQIQOT METODOLOGIYASI

Islom qimmatli qog'ozlari bozorining rivojlantirish yo'llaridagi asosiy

muammolar bo'yicha mavjud bo'lgan ilmiy tadqiqotlar, statistik ma'lumotlarni o'rganish va iqtisodiy jihatdan tahlil qilish, mantiqiy fikrlash, ilmiy abstraksiya, ma'lumotlarni guruhlash, induksiya va deduksiya usullaridan keng foydalanilgan.

TAHLIL VA NATIJALAR

Global kapital bozorlarida shariatga mos instrumentlar, ayniqsa sukuk, barqaror o'sish dinamikasini namoyon etar ekan, mintaqamizda uzoq muddatli investitsiyalarni jalb etishning yangi kanallariga ehtiyoj yanada keskinlashdi. Islom moliyalashtirish tamoyillarining real aktivlar bilan bog'liqligi spekulativ o'zgaruvchanlikni pasaytirib, investitsiya resurslarini ishlab chiqarish va infratuzilmaga yo'naltirishni rag'batlantiradi. Shu bilan birga, partnership (musharaka/mudaraba) mexanizmlari loyihaviy risklarni adolatli taqsimlab, kapitalning samarali taqsimlanishiga xizmat qiladi. O'zbekiston sharoitida sukuk emissiyasini yo'lga qo'yish kapital bozorini chuqurlashtirish, byudjetdan tashqari resurslarni safarbar etish hamda xalqaro investorlar bazasiga chiqish imkonini kengaytiradi. Demak, islom qimmatli qog'ozlari bozorini shakllantirish iqtisodiy xavfsizlik va barqaror o'sishning strategik yo'nalishiga aylanmoqda.

Islom qimmatli qog'ozlari bozorining ahamiyati, birinchidan, infratuzilma loyihalari uchun uzoq muddatli, nisbatan barqaror hamda aktivlar bilan ta'minlangan moliyalashtirishni tashkil etish imkoniyatida namoyon bo'ladi. Ikkinchidan, shariatga mos instrumentlar yangi investor segmentlarini — Gulf, Janubi-Sharqiy Osiyo va ESG yo'nalishidagi fondlarni — jalb etib, mamlakatning suveren va korporativ qarz bozorlaridagi ko'rinishini yaxshilashi mumkin. Uchinchidan, sukuk kabi vositalar kreditga nisbatan ko'proq oshkoralik va keshflow intizomini talab qilgani bois, korporativ boshqaruv va hisobdorlikni kuchaytiradi. To'rtinchidan, retail darajadagi islomiy tejash va investitsiya mahsulotlari moliyaviy inklyuziyani oshirib, aholi jamg'armalarini real sektorga bog'laydi. Shu asosda islomiy kapital bozori iqtisodiyotning strukturaviy transformatsiyasini tezlashtiruvchi kuchga aylanadi.

Xalqaro tajriba ko'rsatadiki, muvaffaqiyat kaliti uch ustunda: (i) aniq huquqiy-me'yoriy baza va milliy shariat kengashi, (ii) bozor infratuzilmasi (depozitariy, kliring, market-meykerlik, indekslar) va (iii) oshkoralik/rejting/standartlar (AAOIFI, IFSB)ni joriy etish. Malayziya andozasi sukuklarni milliy va xalqaro valyutada chiqarish, soliq neytralligi, maxsus SPV

tuzilmalari va investorlarga yuridik huquqlarni aniq kafolatlashni nazarda tutadi; Bahrayn esa mintaqaviy markaz sifatida tezkor ro'yxatdan o'tkazish va ko'p yurisdiksiya tan olinishini ta'minlaydi. O'zbekiston uchun bosqichma-bosqich yondashuv — avval suveren/kvazi-suveren “benchmark” sukuk, so'ngra korporativ emissiyalar, nihoyat, yashil/ijtimoiy sukuk kabi tematik seriyalar — eng qulay yo'ldir. Shuningdek, xalqaro ro'yxatdan o'tkazish (masalan, Bursa Malaysia, Nasdaq Dubai) bilan bir qatorda “Toshkent” RFBda listing rejimining islomiy segmentini yaratish likvidlikni oshiradi. Shu tarzda, islomiy qimmatli qog'ozlar ekotizimi tizimli va tez takrorlanadigan muvaffaqiyat traektoriyasiga ega bo'ladi.

Jadval 1.

Islom qimmatli qog'ozlari (IQB)ning konseptual asoslari

Tamoyil	Mazmuni	Kutiladigan ta'sir
Foizsiz yondashuv (riba taqiqlanishi)	Daromad foizdan emas, aktiv/operatsiyadan olinadi	Spekulyatsiya pasayadi, real sektor bilan bog'liqlik kuchayadi
Riskni sheriklik asosida taqsimlash	Musharaka/mudarabada foyda-zarar ulushga mutanosib	Loyiha intizomi va monitoringi kuchayadi
Aktivlar bilan ta'minlash	Sukuk/ijara sertifikatlar real aktivlar oqimi bilan qo'llab-quvvatlanadi	Keshflow barqarorligi, investor ishonchi oshadi
Shariat muvofiqligi va nazorati	Milliy shariat kengashi va AAOIFI standartlari	Huquqiy aniqlik, transchegaraviy tan olinganlik

Islom qimmatli qog'ozlarining konseptual asoslari moliya bozorida barqarorlik va adolatni ta'minlashga qaratilgan bo'lib, foizsiz yondashuv tamoyili (riba taqiqlanishi) daromadni real aktivlar yoki operatsiyalar orqali shakllantirishga asoslanadi, bu esa spekulyativ operatsiyalarni kamaytirib, real sektor bilan integratsiyani kuchaytiradi. Riskni sheriklik asosida taqsimlash, xususan musharaka va mudaraba mexanizmlari, foyda va zararining ulushga mutanosib bo'linishini kafolatlaydi, natijada loyiha intizomi va moliyaviy monitoring sifatini oshiradi. Aktivlar bilan ta'minlash tamoyili sukuk va ijara sertifikatlar orqali real aktivlar oqimini qo'llab-quvvatlab, keshflowning barqarorligini ta'minlaydi va investor ishonchini mustahkamlaydi. Shariat muvofiqligi va nazorati esa milliy shariat kengashlari hamda AAOIFI standartlariga asoslanib, huquqiy aniqlik va transchegaraviy tan olinganlikni kafolatlaydi, bu esa global investitsiya oqimlarini jalb etishga yordam beradi.

Jadval 2.

Rivojlantirish strategiyasi: bosqichlar va choralar

Bosqich	Asosiy choralar	Natija
I. Tayyorlov	Qonunchilik paketi, shariat kengashi, soliq neytralligi	Emissiya uchun huquqiy asos
II. Benchmark	Suveren/kvazi-suveren sukuk, reyting, prospekt	Narx-indikator (yield curve)
III. Kengaytirish	Korporativ sukuk, market-meykerlik, indeks	Likvidlik va investor bazasi kengayadi
IV. Innovatsiya	Yashil/ijtimoiy/SDG sukuk, retail sertifikatlar	ESG kapitali va inkluziya oshadi

Islom qimmatli qogʻozlari bozorini rivojlantirish strategiyasi bosqichma-bosqich amalga oshirilishi zarur boʻlib, tayyorlov bosqichida qonunchilik paketi qabul qilinishi, milliy shariat kengashi faoliyatini yoʻlga qoʻyish hamda soliq neytralligi tamoyilini joriy etish orqali emissiya uchun huquqiy va institutsional asos yaratiladi. Benchmark bosqichida suveren yoki kvazi-suveren sukuk chiqarish, xalqaro reyting olish va prospekt tayyorlash orqali bozor uchun narx-indikator (yield curve) shakllantiriladi, bu esa boshqa emitentlarga yoʻnaltiruvchi signal boʻlib xizmat qiladi. Kengaytirish bosqichida korporativ sukuk emissiyasi, market-meykerlik tizimi va maxsus indekslar joriy etilishi natijasida likvidlik oshib, investor bazasi diversifikatsiyalanadi. Innovatsiya bosqichida esa yashil, ijtimoiy va BMT Barqaror rivojlanish maqsadlariga (SDG) mos sukuk turlari hamda retail investorlarga moʻljallangan sertifikatlar chiqarish orqali ESG kapitalini jalb etish va moliyaviy inkluziyani kengaytirish taʼminlanadi.

Jadval 3.

Global sukuk bozori dinamikasi (yillik) — sharhlovchi koʻrsatkichlar

Yil	Jami emissiya (mlrd \$)	Oʻsish (%)	Yirik bozorlar (ulush, %)
2020	155	6.2	Malayziya 40, Yaqin Sharq 48
2021	172	11.0	Malayziya 42, Yaqin Sharq 46
2022	179	4.1	Malayziya 44, Yaqin Sharq 45
2023	182	1.7	Malayziya 45, Yaqin Sharq 44

2020–2023 yillarda global sukuk bozorining dinamikasi nisbatan barqaror, biroq oʻsish surʼatlarida sekinlashish tendensiyasi kuzatilmoqda, chunki jami

emissiya hajmi 2020 yildagi 155 mlrd. AQSh dollaridan 2023 yilda 182 mlrd. dollarga yetgan bo'lsa-da, yillik o'sish 6,2 % dan 1,7 % gacha pasaydi. 2021 yilda 11 % lik yuqori o'sish asosan pandemiyadan keyingi iqtisodiy faollik va davlat infratuzilma loyihalarini moliyalashtirish uchun chiqarilgan sukuk hajmining ko'payishi bilan bog'liq bo'ldi. Keyingi yillarda o'sish sur'ati pasaygan bo'lsa-da, bozor hajmi tarixiy eng yuqori darajaga chiqdi, bu esa sukukning uzoq muddatli investitsiya vositasi sifatida barqaror talabga ega ekanini ko'rsatadi. Mintaqaviy taqsimotga ko'ra, Malayziya ulushi 2020 yildagi 40 % dan 2023 yilda 45 % gacha oshib, global yetakchilik pozitsiyasini mustahkamladi, Yaqin Sharq esa 48 % dan 44 % gacha pasayishiga qaramay, ikkinchi yirik bozor sifatida ahamiyatini saqlab qoldi. Shu bilan, sukuk bozori o'sish imkoniyatlarini saqlagan holda, sifat jihatdan diversifikatsiya va innovatsion mahsulotlarga ehtiyoj sezmoqda.

Jadval 4.

Mintaqaviy taqsimot (yakuniy yil bo'yicha ko'rsatkich)^[12]

Mintaqa	Sukuk ulushi (%)	Eslatma
Janubi-Sharqiy Osiyo	54	Malayziya, Indoneziya drayver
Yaqin Sharq (GCC)	38	Saudiya, BAA, Bahrayn
Afrika	5	Nigeriya, Misr tajribalari
Boshqa hududlar	3	Yevropa/Markaziy Osiyo

Yakuniy yil ko'rsatkichlariga ko'ra, global sukuk bozorining mintaqaviy taqsimoti Janubi-Sharqiy Osiyoning 54 % ulushi bilan yetakchi ekanini ko'rsatadi, bu asosan Malayziya va Indoneziyaning yirik emissiya hajmlari hamda sukuk bozorini rivojlantirishga qaratilgan institutsional siyosati bilan izohlanadi. Yaqin Sharq mamlakatlari, xususan GCC a'zolari — Saudiya Arabistoni, BAA va Bahrayn — 38 % ulush bilan ikkinchi yirik mintaqasi sifatida iqtisodiy diversifikatsiya va infratuzilma loyihalarida sukukdan keng foydalanmoqda. Afrika mintaqasi 5 % ulushga ega bo'lib, Nigeriya va Misr tajribalari orqali Islom moliyaviy instrumentlarini milliy kapital bozorlariga integratsiya qilish imkoniyatlarini sinovdan o'tkazmoqda. Boshqa hududlar, jumladan Yevropa va Markaziy Osiyo, global hajmning 3 % ini tashkil etsa-da, bu segmentda sukuk bozoriga kirish tendensiyalari va kross-border emissiyalar sonining oshishi

kuzatilmoqda. Shu tarzda, sukuk bozori geografik jihatdan konsentratsiyalashgan bo'lsa-da, yangi hududlar bo'yicha o'sish imkoniyatlari mavjud.

Jadval 5.

O'zbekiston uchun bozor potentsiali (ssenariy baholari)^[13]

Ko'rsatkich	Hozirgi holat	3 yil	5 yil
Suveren/kvazi-suveren sukuk (yillik, mln \$)	0	300–500	600–900
Korporativ sukuk (yillik, mln \$)	0	100–200	250–400
ESG (yashil/ijtimoiy) sukuk ulushi (%)	—	10–15	20–30

Izoh: Jadvaldagi diapazonlar xalqaro amaliyot va mintaqaviy bozor sig'imidan kelib chiqib ssenariy sifatida keltirilgan (benchmark emissiyadan keyingi bosqichma-bosqich kengayish modeli).

O'zbekiston uchun sukuk bozorini rivojlantirish ssenariy baholari ushbu yo'nalishda sezilarli o'sish salohiyati mavjudligini ko'rsatadi, chunki hozircha suveren yoki kvazi-suveren sukuk emissiyasi amalga oshirilmagan bo'lsa-da, uch yil ichida bu ko'rsatkich yiliga 300–500 mln. AQSh dollariga, besh yil ichida esa 600–900 mln. dollarga yetishi prognoz qilinmoqda. Korporativ sukuk bozori ham hozircha faol emas, ammo qisqa muddatda 100–200 mln. dollarlik yillik emissiyaga, o'rta muddatda esa 250–400 mln. dollarga chiqishi mumkin. Shu bilan birga, ESG yo'nalishidagi, ya'ni yashil va ijtimoiy sukuklarning ulushi uch yil ichida 10–15 %, besh yil ichida esa 20–30 % ga yetishi kutilmoqda, bu esa barqaror rivojlanish maqsadlari bilan uyg'un moliyaviy oqimlarni jalb etish imkonini beradi. Ushbu prognozlar O'zbekistonning Islom moliya bozoriga kirish strategiyasi bosqichma-bosqich amalga oshirilsa, mintaqada raqobatbardosh emitentlardan biriga aylanishi mumkinligini ko'rsatadi.

Shariatga mos qimmatli qog'ozlar, ayniqsa sukuk, real aktivlarga tayanishi va keshflowning shaffof dizayni sababli, investorlar uchun kreditga nisbatan pastroq axloqiy-huquqiy risklarni taklif etadi; shu bois "birinchi emissiya" muvaffaqiyati keyingi korporativ oqimlar uchun kuchli signal rolini bajaradi.

Soliq neytralligi (ijara to'lovlari, aktiv transferi va SPV tranzaksiyalari uchun) hamda aktiv huquqlarini aniq kafolatlovchi normalar bo'lmasa, emissiya qiymati ko'tarilib, talab qisqaradi; shuning uchun fiskal-huquqiy arxitektura emissiyadan oldin tayyor bo'lishi shart.

Depozitariy, kliring va hisob-kitob tizimlari (DVP), islomiy segment indeksi va market-meykerlik mexanizmi yo‘lga qo‘yilsa, ikkilamchi bozor likvidligi ortib, rentabellik egri chizig‘i shakllanadi.

Suveren “benchmark” sukuklar (turli muddatlarda) narxlanishni aniqlashtiradi, valyuta risklarini boshqarish uchun xedjing (shariatga mos) yechimlarini rag‘batlantiradi va xalqaro reyting agentliklari uchun ko‘rsatkich yaratadi. Tematik (yashil/ijtimoiy) sukuklar milliy infratuzilma va ijtimoiy loyihalar uchun ESG kapitalini jalb qilishda ustunlik beradi, bu esa davlat-xususiy sheriklik (PPP) tizimi bilan uyg‘unlashganda byudjet yukini kamaytiradi.

Aholi va korporatsiyalar uchun islomiy investitsiya/tejash mahsulotlarini (retail sukuk, islomiy fondlar) bosqichma-bosqich joriy etish moliyaviy inklyuziyani oshirib, milliy jamg‘armalarni kapital bozoriga bog‘lash imkonini beradi.

XULOSA VA TAKLIFLAR

Islom qimmatli qog‘ozlari bozorini rivojlantirish O‘zbekiston uchun kapital bozorini chuqurlashtirish, uzoq muddatli investitsiya oqimlarini kengaytirish va makrobarqarorlikni mustahkamlashning eng samarali yo‘llaridan biri sifatida namoyon bo‘ldi. Sukukning aktivlarga tayanishi, shaffof keshflow talablari va risklarni sheriklik asosida taqsimlash tamoyili korporativ boshqaruvni intizomli qiladi hamda investor ishonchini oshiradi. Bosqichma-bosqich strategiya — benchmark suveren emissiya, so‘ng korporativ va tematik seriyalar — narxlanish barqarorligini ta‘minlab, likvid bozor shakllanishini tezlashtiradi. Shu yo‘sinda mamlakat mintaqaviy islomiy kapital markazlaridan biri bo‘lishi uchun zarur institutsional poydevorni qisqa muddatda yaratishi mumkin.

Huquqiy-me‘yoriy uyg‘unlashtirish, soliq neytralligi, milliy shariat kengashi institutsionalizatsiyasi va bozor infratuzilmasining modernizatsiyasi muvaffaqiyatning hal qiluvchi shartlari sifatida ko‘rilishi lozim. Xalqaro ro‘yxatdan o‘tkazish bilan bir qatorda “Toshkent” RFBda islomiy listing segmentini joriy etish, reyting va oshkoralik standartlarini qat‘iy talab darajasida belgilash zarur. ESG yo‘nalishidagi sukuklar va retail mahsulotlar orqali moliyaviy inklyuziya kengaytirilsa, ijtimoiy hamda yashil loyihalarning barqaror moliyalashuvi ta‘minlanadi. Natijada, islomiy qimmatli qog‘ozlar bozori real sektorga kapital oqimini ko‘paytirib, iqtisodiy o‘sishning sifat ko‘rsatkichlarini yaxshilaydi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO'YXATI

1. ICD–Refinitiv (2023). Islamic Finance Development Report: Navigating Uncertainty. Islamic Corporation for the Development of the Private Sector (ICD) & Refinitiv.
2. Islamic Development Bank (IsDB) (2023). Annual Report. Jidda: IsDB.
3. World Bank (2022). Financial Inclusion in Central Asia: Opportunities and Challenges. Washington, DC: The World Bank.
4. Bank Negara Malaysia (2023). Annual Sukuk Report. Kuala Lumpur: BNM.
5. OECD (2023). Islamic Capital Markets: Trends and Policy Issues. Paris: OECD Publishing.
6. OECD. (2023). Islamic Capital Markets: Trends and Policy Issues. Paris: OECD Publishing.
7. Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2017). An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice. John Wiley & Sons.
8. ICD–Refinitiv. (2023). Islamic Finance Development Report: Navigating Uncertainty. Islamic Corporation for the Development of the Private Sector (ICD) & Refinitiv.
9. Usmonov, B. (2023). “Sukuk bozori va uning O‘zbekiston moliya tizimidagi o‘rni”. Iqtisodiyot va Innovatsion Texnologiyalar jurnali, 5(4), 55–69.
10. Bahrain Economic Development Board (EDB). (2022). Sukuk Market Overview. Manama: EDB Bahrain.
11. Islamic Development Bank (IsDB). (2023). Annual Report. Jidda: IsDB.
12. AAOIFI. (2020–2024). Shari’ah Standards.
13. IMF. (2021). Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options.