



Course: Islamic Finance

Lecture 12: Islamic Capital Market

Lecturer: Shaamirova Surayyo

Капитал бозори

Капитал бозори узоқ муддатли молиявий инструментларни эмиссия ва савдо қилиш мақсадида ташкил этилган бозор ҳисобланади.

Бу бозорнинг асосий функцияларидан бири ортиқча ликвидлилик ва йиғилган жамғармаларни узоқ муддатли инвестицияларни йўналтириш ҳисобланади.

Капитал бозори инструментлари

Улуш муносабатлари
ифодаловчи қимматли
қоғозлари

Қарз муносабатларини
ифодаловчи қимматли
қоғозлари

Ислом пул бозорининг функциялари

- ААОИҒИ бугунги кунда барча давлатлар томонидан фойдаланиб келинаётган пул бирликларини олтин ва кумуш билан бир мавқедаги замонавий айирбошлаш воситаси сифатида баҳолайди.
- Бу пул бирликлари ҳақиқий пул (араб тилида *thaman haqiqi*, инглиз тилида *real money*) деб ҳисоблангани сабабли, улар ҳам олтин ва кумуш учун амал қиладиган қоидалар доирасида ишлайди.

Ислом пул бозорининг функциялари

- **Валюта, яъни пул бирликлари савдоси, агар қуйидаги шаръий қонун-қоидалар доирасида амалга оширилса жоиздир:**
 - икки томон, яъни пул айирбошловчи томонлар тарқалиб кетишларидан аввал қарама-қарши қийматларга эга бўлишлари керак, яъни алмашув дарҳол (жойида, “қўлма-қўл”) амалга оширилиш лозим;
 - бир мамлакат пул бирлиги доирасида амалга оширилган алмашувда эса, биттаси қоғоз пулда, иккинчиси танга пулда бўлса ҳам бир хил қийматга эга бўлиши (яъни бир бирига тенг бўлиши) шарт;
 - алмашув битими айирбошланаётган пул бирликларидан бири ёки ҳар иккиси ҳам кейинроқ берилишини кўзда тутувчи шартларни ўз ичига олиши мумкин эмас.

Ислом пул бозорининг функциялари

- Ҳозирги пайтда ИММ томонидан ўтказиладиган хорижий валюталарни айирбошлаш амалиётида пул бирлиги сотилгандан сўнг иккинчи пул бирлигининг келиб тушиши шу куннинг ўзида ниҳоясига етказилмайди.
- Иккинчи тўлов T+2 (two days after the transaction date) амалга оширилади.
- Бу эса рибога оид юқоридаги асосий қоидага тўғри келиш келмаслиги юзасидан савол келтириб чиқаради.
- Бу савол юзасидан Малайзия Марказий банки Шариат кенгашининг 28/08/2003 38-мажлиси T+2 кўринишидаги амалиётларни жоиз деган қарор чиқарди.
- Бундай амалиёт икки кун ичида амалга оширилсада қўлма-қўл (spot) амалиёт деб саналади ва ИММ амалиётни 48 соат ичида якунлаши лозим бўлади.

Ислом пул бозорининг функциялари

- T+2 усулида айирбошлашни амалга ошириш тадбиркорлик юритиш урфи (араб тилида *уруф тижари* дейилади) сифатида кенг қўлланилади ва қабул қилинади.
- Шунининг илоҳотида олган ҳолда, Ислом ҳамкорлик ташкилоти қошидаги **Ислом фикҳи академияси** ҳам агар айирбошланаётган валюталарни томонларга етказиб беришнинг кечикиши одатий (яъни урф бўлиб қолган) муддатлардан ошиб кетмаса бундай амалиёт **жоиз** деган хулосага келган.

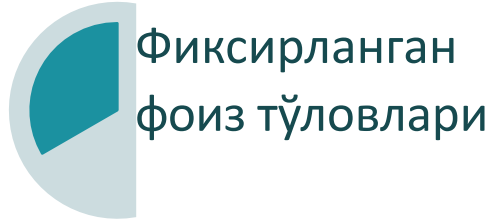
Портфелни танлаш: акцияларга сармоя

Киритиш

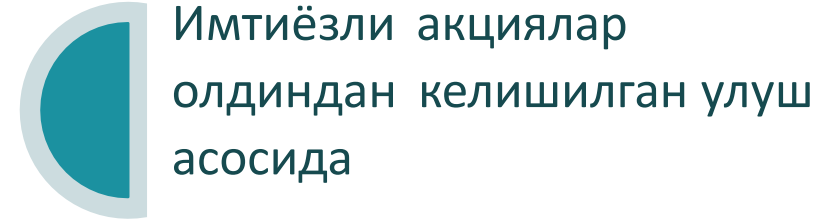
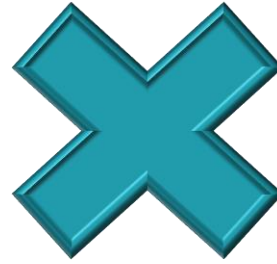
Улуш муносабатини ифодаловчи қимматли қоғозлар



Оддий акциялар



Имтиёзли акциялар
таъқиқланган



Нокумулятив имтиёзли
акциялар таназуль
концепцияси асосида
рухсат этилган

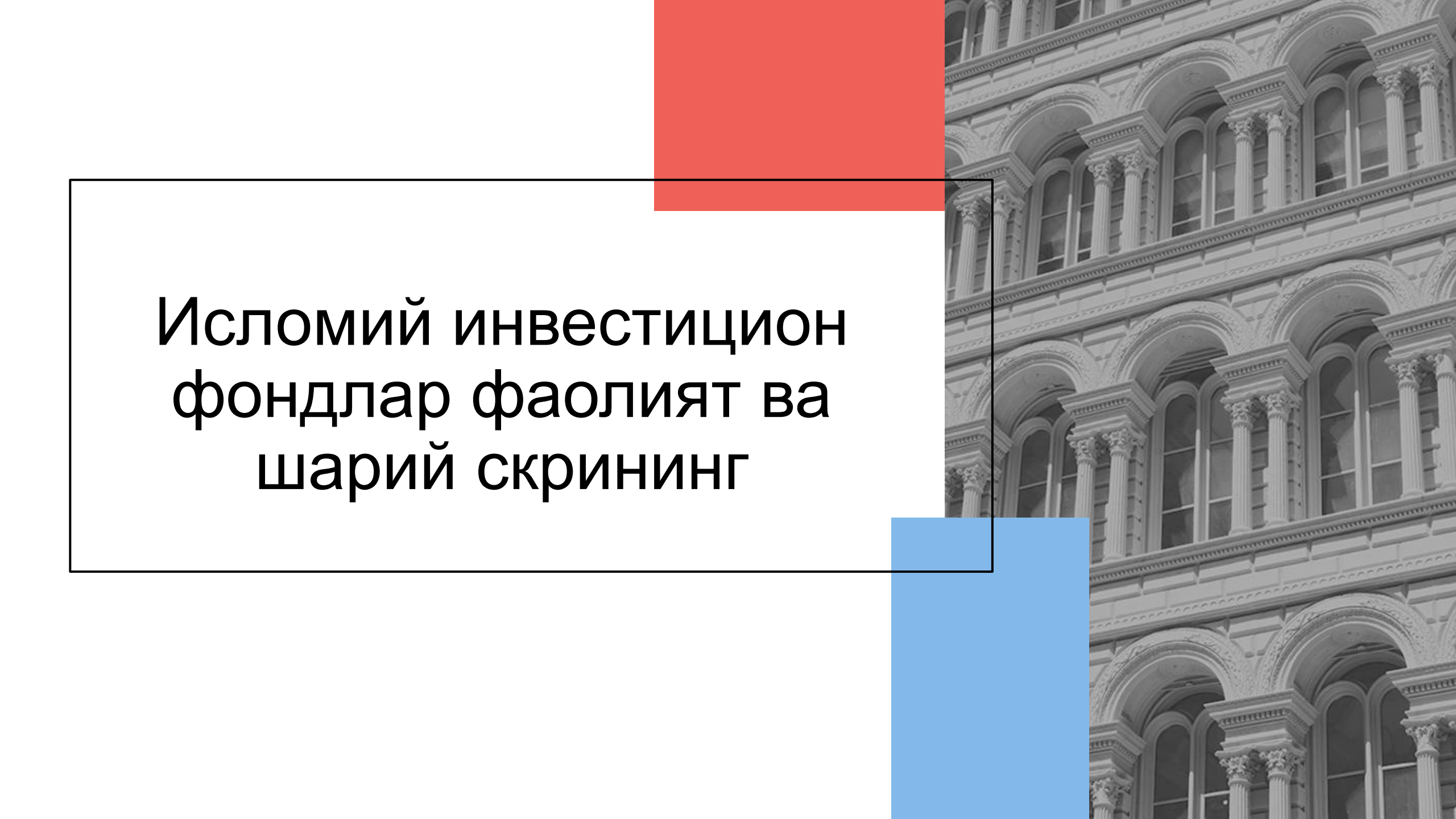
Имтиёзли акциялар бўйича тўловлар

Акциядорлар умумий йиғилиши хулосаси асосида тўланади

Ҳар доим ҳар бир тўлов йиғилиш хулосаси билан тасдиқланади

Имтиёзли акциялар бўйича дивиденд тўловлари соф фойдада улуши бўйича ҳисобланади.

Акциядорлар умумий йиғилиши таназуль (эгаллик қилишга даъво қилмаслик) таъйини асосида нокумулятив имтиёзли акциялар чиқариш қарори қабул қилинади



Исломий инвестицион фондлар фаолият ва шарий скрининг

Шаърий акцияларининг скрининги

Умуман олганда, замонавий қимматли қоғозларга инвестиция қилиш ва савдо қилиш жоиздир

Шунга қарамай, бугунги кунда рўйхатга олинган фирмаларнинг шариатга тўлиқ мос келадиган фоизи жуда кичик

Шарий қимматли қоғозлар скрининги шариатга мос келадиган инвестицияларни аниқлаш жараёнини акс эттиради, бу мурасага келиш/толерантликни ўз ичига олади.

Шаърий Скрининг Элементлар

- Акцияларини Шаърий скрининг ўтказишда одатда бешта элементга эътибор берилади:
 - а. Тадбиркорлик фаолияти ёки сектор скрининги
 - б. Қарзни молиялаштиришни текшириш
 - с. Фоиз даромадларини текшириш
 - д. Нақд пул ва дебиторлик қарзларини текшириш
 - е. Дивиденд ёки даромадни тозалаш

Сектор скрининги – Тақиқланган тармоқлар

Dow Jones

Анъанавий молия ва суғурта муассасалари

Қимор ўйинлари

Спиртли ичимлик ишлаб чиқариш / савдоси

Чўчқа гўштига алоқадор соҳа

Тамаки маҳсулотлари ишлаб чиқариш

Ўйин-кулги, медиа ва радиоэшиттириш (кинотеатрлар, мусиқа, порнография)

Ноҳалол отеллар

Қурол ва мудофаа

Кўчмас мулк холдинглари ва девелоперлар

Meezan, Покистон

Анъанавий молия ва суғурта муассасалари

Қимор ўйинлари

Спиртли ичимлик ишлаб чиқариш / савдоси

Чўчқа гўштига алоқадор соҳа

Тамаки маҳсулотлари ишлаб чиқариш

SC, Малайзия

Анъанавий молия ва суғурта муассасалари

Қимор ўйинлари

Спиртли ичимлик ишлаб чиқариш / савдоси

Чўчқа гўштига алоқадор соҳа

Тамаки маҳсулотлари ишлаб чиқариш

Бизнес / сектор скрининги – “аралаш” соҳалар

Meezan, Покистон

2 та мезон:

i. Тақиқланган бизнес умумий активларнинг 33% дан ошмаслиги керак

ii. Тақиқланган бизнесдан олинган даромад ялпи даромаднинг 5% дан ошмаслиги керак

SC, Малайзия

2 та қўшимча мезон:

i. Яхши жамоатчилик фикри ёки тасвири

ii. Маслаҳатга мувофиқ муҳим бўлган асосий фаолият, лекин рухсат этилмаган фаолият жуда кичик ва олдини олиш қийин ёки мусулмон бўлмаганларнинг ҳуқуқларини ўз ичига олади

Қарз (Loan)

Фоизли қарзларнинг умумий суммаси ÷ Бозор капитализацияси = 30% дан ошмаслиги керак

Депозит (Deposit)

Фоизли депозитларнинг умумий суммаси ÷ Бозор капитализацияси = 30% дан ошмаслиги керак

Даромад (Income)

Тақиқланган фаолиятлардан олинган даромадларнинг умумий суммаси ÷ Умумий даромад = 5% дан ошмаслиги керак

Молиявий скрининг (Financial Screening) — ААОIFI
Шариат стандарти

КОМПАНИЯ	СЕКТОР СКРИНИНГИ	БОЗОР КАПИТАЛИЗАЦИЯСИ (А)	ФОИЗЛИ ҚАРЗЛАР УМУМИЙ МИҚДОРИ (В)	В ÷ А (%)	ФОИЗЛИ ДЕПОЗИТЛАР УМУМИЙ МИҚДОРИ (С)	С ÷ А (%)	НОШАРЪИЙ ДАРОМАД (D)	УМУМИЙ ДАРОМАД (E)	D ÷ E (%)	НАТИЖА
1	Ўтмади	–	–	–	–	–	–	–	–	Ўтмади
2	Ўтди	1,000,000	100,000	10.00%	325,000	32.50%	10,000	120,000	8.33%	Ўтмади
3	Ўтди	1,200,000	420,000	35.00%	234,000	19.50%	5,000	150,000	3.33%	Ўтмади
4	Ўтди	4,200,000	230,000	5.48%	12,300	0.29%	12,000	500,000	2.40%	Ўтди
5	Ўтди	2,400,000	520,000	21.67%	532,000	22.17%	2,000	100,000	2.00%	Ўтди
6	Ўтди	5,400,000	125,000	2.31%	253,000	4.69%	12,000	250,000	4.80%	Ўтди
7	Ўтди	1,256,000	444,000	35.35%	334,000	26.59%	10,000	190,000	5.26%	Ўтмади
8	Ўтди	3,200,000	236,000	7.38%	1,200,000	37.50%	20,000	400,000	5.00%	Ўтмади
9	Ўтди	5,000,000	643,000	12.86%	523,000	10.46%	6,000	390,000	1.54%	Ўтди
10	Ўтди	1,240,000	125,000	10.08%	123,000	9.92%	15,000	280,000	5.36%	Ўтмади

Қарзларни
МОЛИЯЛАШ
ТИРИШ
СКРИНИНГИ

Индекс / Ташкилот Скрининг мезони

Dow Jones $\frac{\text{Қисқа муддатли + Узоқ муддатли қарз}}{24 \text{ ойлик ўртача бозор капиталлашуви}} \leq 33\%$

Meezan, Покистон $\frac{\text{Жами фоизли қарз}}{\text{Умумий активлар}} \leq 45\%$

SC Малайзия $\frac{\text{Жами фоизли қарз}}{\text{Умумий активлар}} \leq 33\%$

FTSE Shari'ah Index $\frac{\text{Жами қарз}}{\text{Умумий активлар}} \leq 33\%$

S&P Shari'ah Index $\frac{\text{Қарзлар}}{36 \text{ ойлик ўртача бозор капиталлашуви}} \leq 33\%$

MSCI Islamic Index $\frac{\text{Жами қарз}}{\text{Умумий активлар}} \leq 33\%$

Фоиз даромадларини скрининги

Индекс / Ташкилот	Скрининг мезони
Dow Jones	$\frac{\text{Нақд пул} + \text{фоизли қимматли қоғозлар}}{24 \text{ ойлик ўртача бозор капиталлашуви}} \leq 33\%$
Meezan, Покистон	Билвосита “аралаш” бизнес нисбатларидан: $\frac{\text{Рухсат берилмаган активлар}}{\text{Умумий активлар}} \leq 33\%$
	$\frac{\text{Рухсат берилмаган даромад}}{\text{Умумий даромад}} \leq 5\%$
SC Малайзия	Билвосита “аралаш” бизнес нисбатларидан: $\frac{\text{Фоиздан даромад}}{\text{Умумий даромад}} \leq 5\%$

Нақд пул ва дебиторлик қарзларини скрининги

Индекс / Ташкилот Скрининг мезони

Dow Jones $\frac{\text{Жами дебиторлик қарзлари}}{24 \text{ ойлик ўртача бозор капиталлашуви}} \leq 33\%$

Meezan, Покистон $\frac{\text{Жами ликвид бўлмаган активлар}}{\text{Умумий активлар}} \geq 10\%$

SC Малайзия $\frac{\text{Нақд пул}}{\text{Умумий активлар}} \leq 33\%$

FTSE Shari'ah Index $\frac{\text{Нақд пул + дебиторлик қарзлари}}{\text{Умумий активлар}} \leq 50\%$

S&P Shari'ah Index $\frac{\text{Жами дебиторлик қарзлари}}{36 \text{ ойлик ўртача бозор капиталлашуви}} \leq 49\%$

MSCI Islamic Index $\frac{\text{Нақд пул + дебиторлик қарзлари}}{\text{Умумий активлар}} \leq 33\%$

Сукук ва унинг ишлаш механизми

- **Сукук** қимматли қоғозларнинг исломий тамойилларга мос келувчи тури бўлиб, маблағларни жалб этишда ва инвестиция киритишда облигацияларга эквивалент сифатида фойдаланилади.
- Ғарб олим ва мутахассислари сукукни облигациянинг шариатга мос келувчи бир тури сифатида талқин қилишади.
- Яқин шарқ ва Жануби-шарқий Осиёда уни қимматли қоғозларнинг алоҳида тури эканлигини таъкидлашади.

Суқуқ операцияларининг ўзига хосликлари:

Молиялаштиришнинг жозибадор тури

01

Даромадли инвестиция объекти

02

Ликвидлиликни бошқаришнинг самарали стратегияси

03

Рискларни бошқаришнинг самарали инструменти

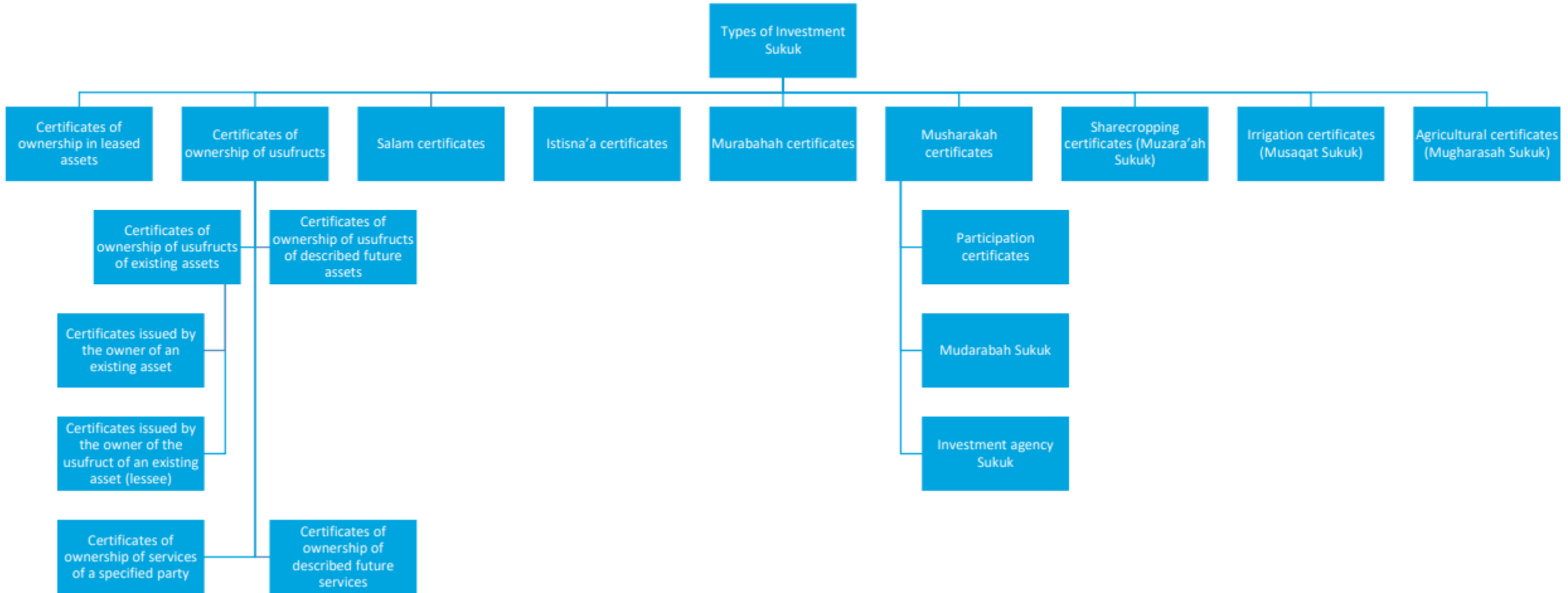
04

Моддий манфаатларнинг ҳаққоний тақсимот усули

Types of Sukuk

Investment Sukuk are of different types, and among these are:

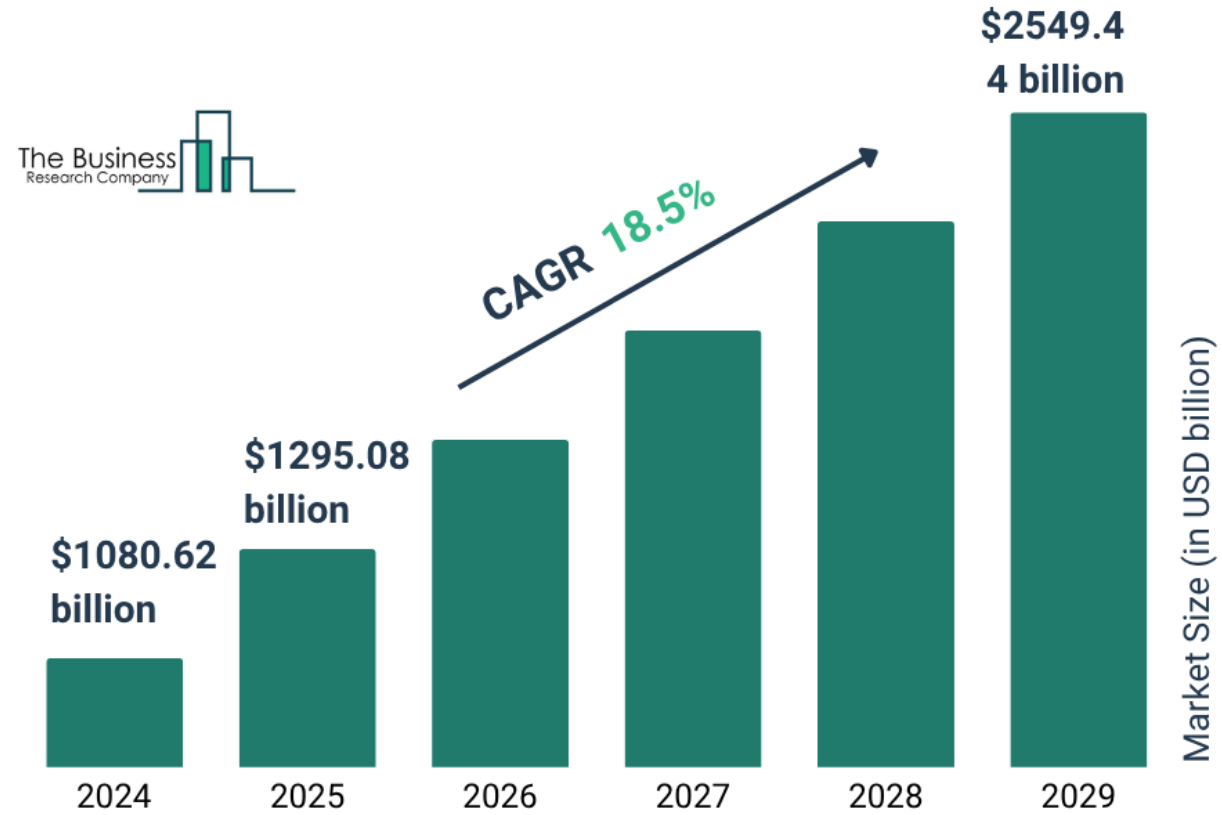
SS 17: 3



Source: AAOIFI SS: 17

Сукукнинг глобал эмиссияси

Sukuk Global Market Report 2025



Сукук ва Облигация: асосий фарқлар

МАВЗУ	ОБЛИГАЦИЯ	СУКУК
ҚАРЗНИНГ АСОСИЙ МИҚДОРНИ ТЎЛАШ	Асосий қарзни тўлаш мутлақ мужбуриятдир.	Шерикчилик сукукида пулни қайтариш кафолатланмаган ёки белгиланмаган. Одатда, тўлов актив қийматига боғлиқ.
МОЛИЯЛАШ МАҚСАДИ	Аниқ мақсаднинг йўқлиги, ҳар қандай мақсадга, ҳатто шариат тақиқлаган мақсадларга ҳам ишлатилиши мумкин.	Аниқ мақсадлар, фақат шариатда рухсат этилган лойиҳа ва активлар
ТОМОНЛАР	Қарздор сифатида чиқарувчи, қарз берувчи/молиялаштирувчи/кредитор сифатида облигация эгалари	Ташаббускор – маблағ жалб қилувчи, SPV – сукук эгалари манфаатларини ҳимоя қилувчи ва уларнинг ишончли вакили, сармоядорлар – сукук эгалари

Сукук чиқариш доирасида қилинадиган харажатлар

1	Ҳуқуқшунос маслаҳатчилар	АҚШ доллариди
	Сукук чиқарувчи компания учун халқаро ҳуқуқшунос маслаҳатчилар	100,000 - 250,000
	Ташкилотчи учун халқаро ҳуқуқшунос маслаҳатчилар	100,000 - 300,000
	SPV учун халқаро ҳуқуқшунослар	5,000 - 10,000
2	SPV ташкил қилиш	10,000 - 15,000
3	Сукукни биржага қўйиш билан боғлиқ харажатлар /биржада листинг	
	Ирландия биржаси	10,000 - 15,000
	Лондон биржаси	5,000 - 6,000
4	Учинчи томонлар	
	Тўловни амалга оширувчи агентликлар ва рўйхатдан ўтиш харажатлари	2,000 - 5,000
	Рейтинг агентликлари учун харажатлар	Битим шартлари асосида
5	Даврий харажатлар	
	Биржага тўланадиган йиллик бадаллар	3,000 - 4,000
	Тўлов агентни харажатлари	1,000 - 2,000
6	Инвестицион банкирлар	10 -15 bps the sukuk proceeds

Фойдаланилган адабиётлар

- AAOIFI. (2023). *Shari'ah Standard No. 21: Financial Papers (Shares and Bonds)*. In *Shari'ah Standards* Manama, Bahrain
- Ali, S. S. (2008). *Islamic Capital Markets: Current State and Development Challenges*. Jeddah: Islamic Research and Training Institute (IRTI), Islamic Development Bank.
- IILM. (2023). *Annual Report 2023*. Kuala Lumpur: International Islamic Liquidity Management Corporation.
- Securities Commission Malaysia. (2023). *List of Shariah-Compliant Securities by the Shariah Advisory Council*. Kuala Lumpur: Securities Commission Malaysia.

Q&A

