

Course: Islamic Finance

Lecture 12: Islamic Capital Market

Prepared by: Dr. Shaamirova Surayyo

Ислом пул бозори

Ислом молия тизимида пул бозори молиявий тизимнинг муҳим қисмларидан бири ҳисобланади. Анъанавий молияда пул бозори қисқа муддатли ликвидликни бошқариш, банклар ўртасида маблағ алмашиш ва марказий банк операцияларини амалга ошириш учун хизмат қилади. Ислом молиясида ҳам худди шундай иқтисодий эҳтиёж мавжуд бўлса-да, операциялар Шариат тамойилларига мувофиқ равишда ташкил этилиши лозим. Шу сабабли ислом пул бозори анъанавий пул бозоридан фарқли равишда:

- фоизсиз;
- активларга асосланган;
- реал иқтисодий операцияларга боғланган

молиявий инструментлар орқали фаолият юритади.

AAOIFI стандартларига кўра, замонавий қоғоз пуллар олтин ва кумуш каби “ҳақиқий пул” (thaman haqiqi) сифатида баҳоланади. Шу сабабли улар билан амалга ошириладиган операцияларда ҳам рибо қоидалари қўлланилади. Бу дегани, валюта айирбошлаш ёки пул савдоси жараёнида фоиз, кечиктирилган алмашув ёки адолатсиз устунликка йўл қўйилмаслиги лозим.

Ислом пул бозорининг асосий вазифаси ислом молия муассасаларининг қисқа муддатли ликвидлик эҳтиёжларини таъминлаш ҳисобланади. Масалан, ислом банклари:

- мижоз депозитларини бошқариш;
- қисқа муддатли ликвидлик етишмаслигини қоплаш;
- ортиқча ликвид маблағларни вақтинча жойлаштириш

учун пул бозори инструментларидан фойдаланади.

Бироқ анъанавий банклар каби фоизли interbank market’дан фойдаланиш ислом банклари учун мумкин эмас. Шу сабабли ислом пул бозорида махсус Шариатга мос инструментлар ишлаб чиқилган.

Муҳаммад Таки Усманий таъкидлашича, ислом пул бозорининг ривожланиши ислом молия тизимининг барқарорлиги учун жуда муҳимдир. Чунки ликвидликни самарали бошқариш имконияти бўлмаса, ислом банклари анъанавий банклар билан рақобат қилишда қийинчиликка дуч келади (Usmani, 2002).

Ислом пул бозорида қўлланиладиган асосий инструментлар қаторига:

- Commodity Murabaha (Tawarruq);
- Wakalah placements;
- Mudarabah interbank investments;
- Islamic Treasury Bills;
- Short-term Sukuk

каби инструментлар киради.

Айниқса Малайзия ислом пул бозори дунёдаги энг ривожланган ислом пул бозорларидан бири ҳисобланади. Bank Negara Malaysia 1994 йилда Islamic Interbank Money Market (IIMM) ни ташкил этган бўлиб, бу дунёдаги биринчи тўлиқ ислом interbank money market тизими ҳисобланади. Бугунги кунда ушбу бозорда:

- Mudarabah Interbank Investment;
- Islamic Accepted Bills;
- Government Investment Issues (GII);
- Islamic Repo

каби инструментлар фаол қўлланилади.

IFSB маълумотларига кўра, 2023 йилда глобал ислом молия активлари ҳажми 4 триллион АҚШ долларига яқинлашган бўлиб, унинг муҳим қисми ликвидликни бошқариш инструментларига тўғри келади (IFSB, 2023). Малайзия глобал ислом пул бозори активларининг қарийб 35–40% қисмини ташкил этади.

Ислом пул бозорида валюта айирбошлаш операциялари ҳам муҳим аҳамиятга эга. Шариат қоидаларига кўра, валюта савдоси “spot exchange”, яъни қўлма-қўл амалга оширилиши лозим. Бу рибо ан-насия, яъни кечиктирилган алмашув орқали фоиз олишнинг олдини олиш учун жорий қилинган.

Бироқ замонавий молия бозорларида ҳисоб-китоблар одатда T+2 тизими асосида амалга оширилади. Бу операция амалга оширилганидан кейин икки иш куни ичида ҳисоб-китоб яқунланишини англатади. Бу масала ислом молияси олимлари ўртасида муҳим баҳсларга сабаб бўлган.

Малайзия Марказий банки Шариат кенгаши 2003 йилда T+2 операцияларини замонавий бизнес урфи (“urf tijari”) сифатида қабул қилди ва агар операция 48 соат ичида яқунланса, уни жоиз деб баҳолади. Ислом Фикҳ Академияси ҳам валюта етказиб беришнинг кечикиши бозор амалиётидаги одатий муддатдан ошмаса, бундай операцияларга рухсат берган.

Бу қарорлар ислом молиясининг замонавий глобал молия тизимига мослашувчанлигини кўрсатади. Монзер Каҳф таъкидлашича, ислом молияси қатъий диний тамойилларга асосланган бўлса-да, замонавий иқтисодий эҳтиёжларни ҳам ҳисобга олиши лозим (Kahf, 2004).

Ислом пул бозорининг ривожланиши Markaziy banklar сиёсати билан ҳам чамбарчас боғлиқ. Анъанавий марказий банклар иқтисодиётда ликвидлиликни бошқариш учун:

- treasury bills;
- repo operations;
- interest rate corridor

каби механизмлардан фойдаланади. Ислом молиясида эса ушбу инструментларнинг Шариатга мос муқобиллари ишлаб чиқилган.

Масалан, Баҳрайн Марказий банки ва Малайзия Марказий банки қисқа муддатли сукуклар чиқариш орқали ликвидлиликни бошқаради. Islamic Financial Services Board маълумотларига кўра, 2023 йилда глобал short-term sukuk бозори ҳажми 80 миллиард АҚШ долларидан ошган (IFSB, 2023).

Шунингдек, International Islamic Liquidity Management Corporation (IILM) халқаро ислом ликвидлилик бозорини ривожлантириш мақсадида ташкил қилинган. IILM қисқа муддатли юқори рейтингли сукуклар чиқаради ва улар ислом банклари учун ликвидлиликни бошқариш инструменти сифатида хизмат қилади. 2023 йил ҳолатига кўра, IILM томонидан чиқарилган сукуклар ҳажми 20 миллиард АҚШ долларидан ошган (IILM Annual Report, 2023).

COVID-19 пандемияси даврида ислом пул бозорининг аҳамияти янада ошди. Пандемия даврида кўплаб ислом банклари ликвидлилик босимида дуч келди. Шу шароитда:

- марказий банклар томонидан short-term sukuk чиқариш;
- liquidity support facilities;
- Islamic repo operations

орқали банк тизими қўллаб-қувватланди.

Малайзия Марказий банки пандемия даврида ислом банкларига ликвидлилик ёрдами сифатида қўшимча 150 миллиард рингитдан ортиқ маблағ ажратган (Bank Negara Malaysia, 2021).

Замонавий тенденциялардан бири — рақамли ислом пул бозорининг ривожланишидир. Fintech ва blockchain технологиялари асосида:

- smart sukuk;
- digital Islamic money market platforms;
- tokenized liquidity instruments

яратилмоқда.

Мутахассислар фикрича, келажакда ислом пул бозори:

- ESG finance;

- green sukuk;
- central bank digital currencies (CBDC);
- Islamic fintech

билан янада интеграциялашади.

Хулоса қилиб айтганда, ислом пул бозори ислом молия тизимининг муҳим қисми бўлиб, у қисқа муддатли ликвидлиликни бошқариш, молиявий барқарорликни таъминлаш ва ислом банклари ўртасида маблағлар ҳаракатини ташкил қилишга хизмат қилади. Унинг асосий хусусияти — операцияларнинг фоизсиз, активларга асосланган ва Шариат тамойилларига мувофиқ равишда амалга оширилишидир. Замонавий иқтисодиётда ислом пул бозори глобал молия тизимининг тез ривожланаётган сегментларидан бирига айланиб бормоқда.

Замонавий иқтисодиётда капитал бозори молиявий тизимнинг энг муҳим элементларидан бири ҳисобланади. Капитал бозори орқали иқтисодиётдаги ортиқча молиявий ресурслар узоқ муддатли инвестицияларга йўналтирилади ва шу орқали иқтисодий ўсиш рағбатлантирилади. Анъанавий молия тизимида капитал бозори асосан акциялар, облигациялар ва турли хил дериватив инструментлар орқали фаолият юритади. Бироқ ислом молияси нуқтаи назаридан қараганда, капитал бозори фақат Шариат тамойилларига мувофиқ бўлган молиявий инструментлар асосида ташкил қилиниши лозим. Шу сабабли сўнгги ўн йилликларда “Ислом капитал бозори” тушунчаси жаҳон молия тизимида алоҳида йўналиш сифатида шаклланди.

Ислом капитал бозори — бу Шариат талабларига мувофиқ равишда инвестиция қилиш ва капитал жалб қилиш имконини берувчи молиявий бозордир. Ушбу бозорда:

- рибо (фоиз);
- ғарар (ҳаддан зиёд ноаниқлик);
- майсир (қимор ва спекуляция)

каби элементлар тақиқланади. Шунинг учун ислом капитал бозорида фақат реал активлар, шерикчилик ва иқтисодий фаолият билан боғлиқ молиявий инструментлардан фойдаланилади.

Капитал бозорининг асосий вазифаларидан бири иқтисодиётдаги бўш маблағларни инвестицияларга йўналтириш ҳисобланади. Бу жараён иқтисодий ўсиш, янги иш ўринлари яратиш ва инфратузилмани ривожлантиришга хизмат қилади. Ислом иқтисодиёти нуқтаи назаридан қараганда, капитал бозори молиявий адолат ва рискларнинг ҳаққоний тақсимланиши асосида ишлаши керак. Муҳаммад Умар Чапра таъкидлашича, молия сектори реал иқтисодиётдан ажралиб қолмаслиги лозим. Агар молиявий операциялар реал активлар ва иқтисодий фаолият билан боғланмаса, бу иқтисодий инқирозларга сабаб бўлиши мумкин (Chapra, 1992).

Ислом капитал бозорида акциялар муҳим ўрин эгаллайди. Акция компания капиталдаги улушни англатади ва акциядор компаниянинг шериги ҳисобланади. Ислом молиясида оддий акцияларга инвестиция қилиш, агар компания фаолияти Шариатга мувофиқ бўлса, жоиз деб ҳисобланади. Масалан, ишлаб чиқариш, тиббиёт,

ахборот технологиялари ёки ҳалол озиқ-овқат соҳасидаги компания акцияларига сармоя киритиш мумкин.

Бироқ Шариат нуқтаи назаридан айрим соҳалар тақиқланган ҳисобланади. Масалан:

- анъанавий банк ва суғурта;
- қимор индустрияси;
- алкоголь ишлаб чиқариш;
- тамаки маҳсулотлари;
- чўчқа гўшти билан боғлиқ бизнеслар;
- порнография ва ноқонуний entertainment соҳалари

исломий инвестициялар учун жоиз эмас .

Шу сабабли ислом капитал бозорида “Shari’ah screening” — шаръий скрининг тизими муҳим аҳамиятга эга. Скрининг жараёни компанияларнинг молиявий ва бизнес фаолиятини таҳлил қилиш орқали уларнинг Шариат талабларига мос ёки мос эмаслигини аниқлайди.

Монзер Каҳф таъкидлашича, шаръий скрининг ислом молиясининг энг муҳим институционал механизмларидан бири ҳисобланади. Чунки замонавий иқтисодиётда компанияларнинг мутлақ Шариатга мос бўлиши жуда кам учрайди. Шунинг учун ислом молиясида маълум даражада толерантлик ва “murakkab iqtisodiy muhitga moslashuv” тамойили қўлланилади (Kahf, 2004).

Шаръий скрининг асосан икки йўналишда амалга оширилади:

- бизнес ёки сектор скрининги;
- молиявий скрининг.

Бизнес скринингида компаниянинг асосий фаолият тури таҳлил қилинади. Агар компаниянинг асосий даромади Шариатда тақиқланган соҳалардан келса, унинг акциялари исломий инвестиция учун жоиз ҳисобланмайди.

Молиявий скринингда эса:

- фоизли қарзлар улуши;
- фоизли депозитлар улуши;
- ношаръий даромадлар миқдори

каби кўрсаткичлар таҳлил қилинади. AAOIFI стандартларига кўра, фоизли қарзлар ва депозитлар умумий бозор капитализациясининг 30% дан ошмаслиги керак .

Шунингдек, тақиқланган фаолиятлардан келадиган даромадлар умумий даромаднинг 5% дан ошмаслиги лозим. Агар компаниянинг маълум қисми ношаръий фаолият билан боғлиқ бўлса, инвестор ушбу қисмдан келган даромадни “purification” — тозалаш орқали хайрияга йўналтириши керак бўлади.

Сабоҳиддин Заъим фикрича, шаръий скрининг тизими ислом капитал бозорининг барқарорлигини таъминлайди. Чунки мазкур механизм молиявий спекуляция ва юқори рискли операцияларни чеклашга хизмат қилади (Zaim, 1987).

Ислом капитал бозорининг яна бир муҳим инструменти — сукук ҳисобланади. Сукук кўпинча “исломий облигация” деб аталади, бироқ у анъанавий облигациялардан тубдан фарқ қилади. Анъанавий облигация қарз муносабатларига асосланади ва инвестор олдиндан белгиланган фоиз даромадини олади. Ислом молиясида эса фоиз тақиқланганлиги сабабли, сукук реал активларга ёки иқтисодий лойиҳаларга асосланади.

Сукук инвесторга муайян активдаги улушни беради. Шу сабабли инвестор даромадни фоиз сифатида эмас, балки активдан келган ҳақиқий фойда сифатида олади. Масалан, ijara sukuk моделларида инвесторлар муайян активнинг эгаси бўлади ва ижара тўловларидан даромад олади.

Ислом молияси олимлари таъкидлашчи, сукукнинг асосий афзаллиги унинг реал иқтисодиёт билан боғланганлигидир. Бу эса молиявий пуфаклар ва спекулятив инқирозлар хавфини камайтиради.

Сукукнинг глобал бозори сўнгги ўн йилликларда жуда тез ривожланмоқда. Refinitiv маълумотларига кўра, 2023 йилда глобал сукук эмиссияси 190 миллиард АҚШ долларидан ошган. Асосий бозорлар қаторига:

- Саудия Арабистони;
- Малайзия;
- БАА;
- Индонезия;
- Қатар

киради.

Малайзия дунёдаги энг йирик сукук бозори ҳисобланади ва глобал сукук эмиссиясининг қарийб 40–45% қисми ушбу мамлакат ҳиссасига тўғри келади.

Сукук давлат молиясида ҳам муҳим аҳамиятга эга бўлиб бормоқда. Кўплаб мамлакатлар:

- инфратузилма;
- энергетика;
- транспорт;
- яшил иқтисодиёт лойиҳалари

учун сукук орқали маблағ жалб қилмоқда.

Масалан, Индонезия “Green Sukuk” чиқариш орқали экологик лойиҳаларни молиялаштирмоқда. Бу эса ислом молиясининг sustainable finance концепцияси билан уйғунлашиб бораётганлигини кўрсатади.

Ислом капитал бозорида пул бозори операциялари ҳам муҳим ўрин тутди. Валюта айирбошлаш операциялари Шариат қоидаларига мувофиқ равишда амалга оширилиши лозим. AAOIFI стандартларига кўра, валюталар алмашуви “spot transaction”, яъни қўлма-қўл амалга оширилиши керак .

Замонавий молия бозорларида T+2 тизими кенг қўлланилади. Бу операциядан кейин икки кун ичида ҳисоб-китоб амалга оширилишини англатади. Малайзия Марказий банки Шариат кенгаши T+2 операцияларини замонавий бизнес урфи сифатида қабул қилиб, уларни жоиз деб баҳолаган .

Бу қарор ислом молиясининг замонавий молия бозорларига мослашувчанлигини кўрсатади. Монзер Каҳф таъкидлашича, ислом молияси қатъий диний тамойилларга асосланган бўлса-да, иқтисодий реаллик ва бозор эҳтиёжларини ҳам ҳисобга олиши лозим (Kahf, 2004).

Замонавий ислом капитал бозори глобал молия тизимида тобора муҳим ўрин эгаллаб бормоқда. Islamic Financial Services Board (IFSB) маълумотларига кўра, 2023 йилда глобал ислом молия активлари ҳажми 4 триллион АҚШ долларига яқинлашган бўлиб, унинг муҳим қисми ислом капитал бозори ҳиссасига тўғри келади.

Мутахассислар фикрича, ислом капитал бозорининг келажакдаги ўсиши:

- ESG инвестициялар;
- яшил сукуклар;
- рақамли ислом молияси;
- исламич fintech;
- blockchain-based sukuk

каби йўналишлар билан боғлиқ бўлади.

Хулоса қилиб айтганда, ислом капитал бозори Шариат тамойилларига асосланган ҳолда инвестиция ва капитал жалб қилиш имконини берувчи муҳим молиявий тизим ҳисобланади. Акциялар, шаръий скрининг ва сукук каби инструментлар орқали мазкур бозор реал иқтисодиётни молиялаштириш, рискларни адолатли тақсимлаш ва молиявий барқарорликни таъминлашга хизмат қилади. Замонавий жаҳон иқтисодиётида ислом капитал бозори барқарор ва ахлоқий молиявий тизим сифатида тобора катта аҳамият касб этмоқда.

Фойдаланилган адабиётлар (APA Style)

Bank Negara Malaysia. (2021). *Annual Report 2021*. Kuala Lumpur: Central Bank of Malaysia.

Chapra, M. U. (1992). *Islam and the Economic Challenge*. Leicester: The Islamic Foundation.

IFSB. (2023). *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2023*. Kuala Lumpur: Islamic Financial Services Board.

IILM. (2023). *Annual Report 2023*. Kuala Lumpur: International Islamic Liquidity Management Corporation.

Kahf, M. (2004). *Islamic Banks: The Rise of a New Power Alliance of Wealth and Shari'a Scholarship*. Jeddah: Islamic Research and Training Institute.

Refinitiv. (2023). *Islamic Finance Development Report 2023*. London: Refinitiv.

Usmani, M. T. (2002). *An Introduction to Islamic Finance*. Karachi: Idaratul Ma'arif.