

**ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ФОНДОВ ЧЕРЕЗ ИСЛАМСКИЕ  
ЦЕННЫЕ БУМАГИ В ЦИФРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ**

Аброров Сирожиддин Зухриддин угли

Доцент кафедры «Финансы» Ташкентского государственного экономического  
университета, кандидат экономических наук

Ахмаджонов Абдулло Ахаджон угли

Ассистент кафедры «Финансы» Ташкентского государственного  
экономического университета

**Аннотация**

Перспективы развития фондового рынка через исламские ценные бумаги в условиях цифровой экономики являются сегодня одной из актуальных тем в финансовой системе. Поэтому в ходе исследования была проведена большая работа в рамках темы. Среди прочего были изучены другие исследовательские работы по теме, мнения отечественных и зарубежных ученых, научные статьи и локальные нормативные документы по теме. С целью повышения практической ценности научной работы были изучены международные исламские финансы и исламские ценные бумаги на основе статистических данных в научных журналах. На основе изученных и проанализированных данных исламские ценные бумаги в развитии фондового рынка в условиях цифровой экономики. Разработаны научно-практические выводы и предложения о перспективах народа.

**Ключевые слова:** Исламские финансы, исламские ценные бумаги, исламский фондовый рынок, развивающиеся финансовые рынки, цифровая экономика, финансовые технологии, выпуск, инвестор, сукук. .

**Введение**

В рамках Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах за истекший период принято около 300 законов, более 4 тысяч постановлений Президента Республики Узбекистан, направленных на принятию коренная реформа всех сфер государственной и общественной жизни. В рамках реформирования народного хозяйства были приняты меры по либерализации внешнеторговой, налоговой и финансовой политики, поддержке предпринимательства и обеспечению неприкосновенности частной собственности, организации глубокой переработки сельскохозяйственной продукции, обеспечению опережающего развития регионов. [1].

28 января 2022 года в результате общественного обсуждения Указом Президента Республики Узбекистан № ПФ-60 разработана Стратегия развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы на основе принципа «От стратегии действий к была утверждена

стратегия развития» и названа «Государственная программа по уважению человеческого достоинства и реализации в год активного соседства». [2].

Акцентируется внимание на развитии фондового рынка как особой цели в направлении 3-го направления стратегии развития «Опережающее развитие национальной экономики и обеспечение высоких темпов роста». 27-я цель: «Для увеличения финансовых ресурсов в экономике оборот фондового рынка будет увеличен с 200 миллионов долларов США до 7 миллиардов долларов США в следующем году». Таким образом, перечислены несколько шагов, а именно: [2].

Постепенная либерализация движения капитала в Республике Узбекистан и приватизация крупных предприятий и долей в них, в том числе через биржу.

Таких, как завершение процессов трансформации в коммерческих банках с государственной долей и увеличение доли частного сектора в банковских активах до 60 процентов к концу 2026 года.

В Послании Президента Республики Узбекистан Шавката Мирзиёева Парламенту от 29 декабря 2020 года настало время создать правовую базу для внедрения исламских финансовых услуг в Республике Узбекистан. В связи с этим он подчеркнул, что будут привлечены специалисты Исламского банка развития и других международных финансовых организаций. Также перед ЦБ поставлена задача рассмотреть законопроект о небанковских кредитных организациях до 1 февраля 2021 года в целях усиления конкуренции на финансовом рынке, а также создания правовой базы для внедрения исламских финансовых механизмов. [3]

### Литературный обзор

Актамагьяре и Хусейн Абдох [4] в своей статье «Корреляция между золотом и исламскими ценными бумагами» исследуют динамическую корреляцию доходности между золотом и исламскими ценными бумагами за период 2006–2019 годов. Результаты этого показали, что золото не работает в качестве диверсификатора, хеджирования или актива-убежища для исламских портфелей в среднесрочной и долгосрочной перспективе, особенно в условиях бычьего и медвежьего рынка золота.

Afees A. Salisub, Muneer Shaikc [5] заявили следующее в своей статье об исламских фондовых индексах и пандемии COVID-19. В связи с пандемией COVID-19 мы строим однофакторную прогностическую модель доходности акций, которая включает индекс неопределенности (UPE) для пандемий и эпидемий. В частности, мы исследуем, являются ли исламские акции уязвимыми или имеют лучший потенциал хеджирования по сравнению с их обычными аналогами. В целом, мы считаем, что исламские акции можно использовать для хеджирования, в то время как обычные акции уязвимы для неопределенностей из-за пандемий в разные временные рамки. В частности, во время пандемии COVID-19, хотя эффективность хеджирования исламских акций снижается, что лучше, чем плохие показатели традиционных акций. Результат остается тем же после контроля нашей модели цен на нефть, геополитического риска и неопределенности экономической политики. Мы оцениваем прогностическую силу UPE как для периодов внутри выборки, так и для периодов вне выборки, сравнивая эффективность прогноза модели внутри выборки. Результаты ученых показывают, что

учет информации UPE при оценке акций очень важен для принятия инвестиционных решений.

Саид А., Грасса Р. [6] «Детерминанты развития рынка сукук: влияют ли макроэкономические факторы на построение конкретной структуры сукук?» В его научном исследовании было изучено 6 факторов, влияющих на рынок сукук в 10 странах за 2003-2012 гг., и изучено влияние 21 фактора на сукук. Сити Сара и др. (2019) в своей статье «Контракты сукук, структуры и механизмы ценообразования: критическая оценка» исследуют контракты, структуры и механизмы ценообразования сукук. В частности, в этом исследовании рассматриваются несколько инструментов сукук, рассматриваются существующие структуры, демонстрируются механизмы ценообразования сукук и обсуждаются ключевые проблемы каждого типа сукук. Документ также рассматривает возможные решения проблем, обсуждаемых в данном исследовании. Таким образом, предполагается, что учащиеся могут понять важные технические элементы сукук и отличить сукук от обычных облигаций, а также оценить дух исламских финансов.

Аброров Сирожиддин и Имамназаров Джахонгир [7] в статье «Исламские финансы: новые возможности для Узбекистана», исламские финансы, в частности, сукук – рост размера и значения исламских ценных бумаг на мировом финансовом рынке, развитие исламских финансов в Узбекистане анализируется текущая ситуация. Также представлены результаты опроса, связанные с внедрением и развитием исламских финансов в Узбекистане.

Аброров Сирожиддин Зухридин оглы [8] в статье «Анализ развития рынка сукук в странах мира» утверждает, что сукук – исламские ценные бумаги, которые были введены как новый инструмент мировой финансовой системы в 21 веке, В последние годы динамично развивается мировая финансовая. Констатируется, что тот факт, что она показала тенденцию роста даже в период экономического кризиса и пандемии COVID-19, повышает интерес к ней. В статье анализируется развитие сукук в период 2001-2020 гг. Статистические показатели Малайзии и Турции в этом отношении изучались отдельно.

**Методология исследования.** В статье используются методы научной абстракции, описательной статистики, экспертной оценки, группировки, динамического анализа.

**Анализ и обсуждение результатов.** Сукук, исламский финансовый инструмент, является одним из видов ценных бумаг, которые бурно развиваются в последние годы, и наиболее привлекательным аспектом для инвесторов является то, что доходность ценной бумаги параллельна доходности проекта.

Исламские ценные бумаги сукук как беспроцентный инструмент привлечения капитала появились 30 лет назад, но развитие рынка относится к 2001 году. Первый сукук был выпущен в Малайзии в 1990 году, а после длительного перерыва ценные бумаги сукук начали активно торговаться в 2001 году. На сегодняшний день финансовый инструмент сукук доказал свою жизнеспособность в качестве альтернативного средства

привлечения среднесрочных и долгосрочных инвестиций и создания огромной базы инвесторов.

Сукук означает юридический документ, акт и сертификат на арабском языке, и он рассматривается как инвестиционный сертификат, который подтверждает право собственности на материальные активы и услуги определенного проекта, то есть стоимость соответствующей доли в активах. Как известно, исламское право не допускает процентного дохода. Исходя из этого, инвестиционные принципы сукук запрещают начисление и выплату процентов. При этом уровень доходности акции напрямую связан с доходностью проектов. Таким образом, сукук представляет собой долю в финансируемом проекте.

В последние годы возрастает значение использования сукук – исламского инструмента. Рынок сукук быстро развивается. Инвесторы и эмитенты проявляют все больший интерес к реализации новых проектов в этой сфере.

Согласно ежегодным отчетам Международного исламского финансового рынка [9] (рис. 1), глобальная эмиссия сукук составила 141,3 млрд долларов США в 2001-2008 годах и 37,9 млрд долларов США с 2009 года. Только в 2015 году было выпущено сукук на 67,8 млрд долларов США меньше, чем в 2014 году. 2019 году составил 145,7 млрд долларов США, показав темп роста на 18,32% по сравнению с 2018 годом. К концу 2020 года выпуск сукук на первичный рынок был равен 174,6 млрд долларов США и увеличился на 16,5% по сравнению с 2019 годом. Анализируя данные на приведенном выше рисунке, рынок сукук имеет тенденцию к росту в течение последних двух десятилетий, и 2020 год показал самый высокий уровень. Количество сукук, выпущенных в эти годы, равно 1,



Фигура 1. Мировой выпуск сукук в 2001-2020 годах, в миллиардах долларов США [10]

На рисунке 2 ниже мы можем видеть динамику роста длинных и краткосрочных ценных бумаг сукук. Мы видим, что в период с 2001 по 2008 год стоимость долгосрочных сукук составляла 114,4 млрд долларов США, а стоимость краткосрочных сукук — 26,9 млрд

долларов США. К 2014 году мы видим, что долгосрочная и краткосрочная стоимость сукук стали очень близки друг к другу.



Фигура 2. Выпуск долгосрочных и краткосрочных сукук по всему миру в 2001-2020 гг., в миллиардах долларов США [10]

В настоящее время в самых передовых и ведущих местах мира есть банки, государственные организации и несколько других компаний, выпускающих сукук. Мы рассмотрим несколько выпусков сукук именно в таких компаниях.

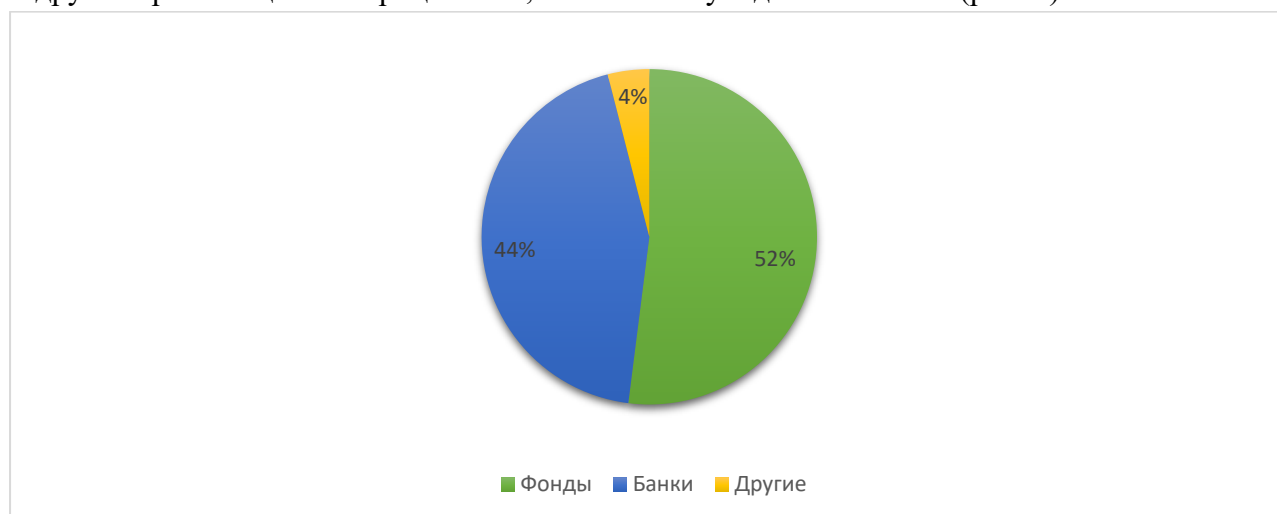
2 сентября 2020 года правительство Дубая, Объединенные Арабские Эмираты, выпустило на рынок сукук на сумму 1 миллиард долларов США Министерством финансов. Срок выпуска сукук составляет 10 лет, то есть он будет погашен до 2030 года. Маржа прибыли Сукук составила 2,8 процента. Эмитентами являются Dubai Islamic Bank, Emirates National Bank, First Abu Dhabi Bank и Standard Chartered Bank. (Таблица 1)

Таблица 1

Характеристики сукук, выпущенных правительством Дубая в 2020-2030 гг. [11]

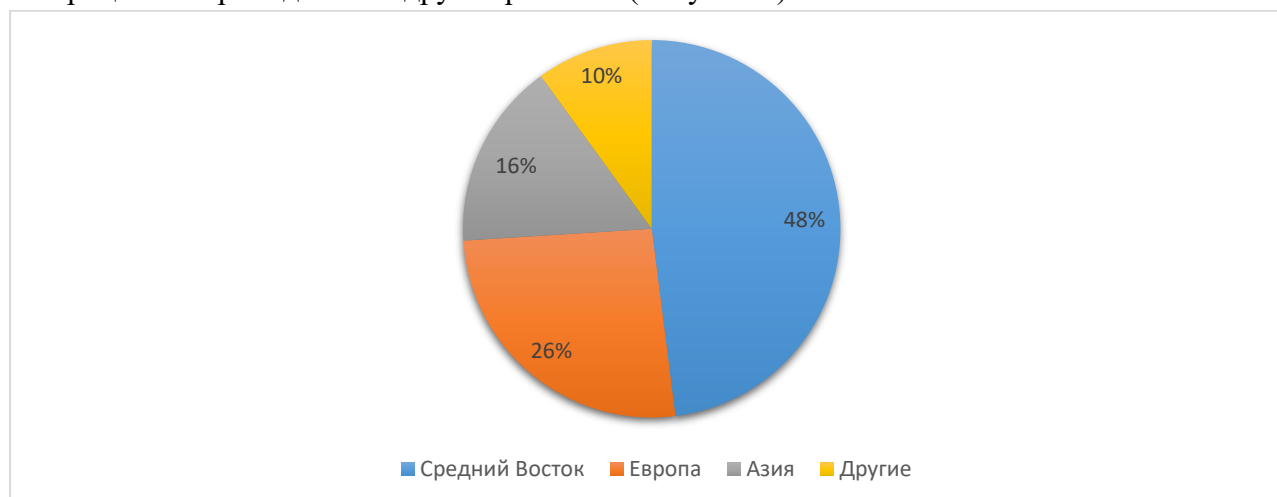
Место выдачи	Финансовый рынок Дубая
Эмитент	Департамент финансов Дубая
Ответственный	Правительство Дубая
Количество	1 миллиард долларов США
Эмитируемый инструмент	ценные бумаги сукук
Срок	10 лет
Повторная ставка	100%
Норма прибыли	2,8%
Эмитенты	Исламский банк Дубая, Национальный банк Эмиратов, First Abu Dhabi Bank и Standard Chartered Bank

Если мы посмотрим на типы инвесторов, которые купили выпущенные сукук, мы увидим, что фонды лидируют с 52 процентами, за ними следуют банки с 44 процентами и другие организации с 4 процентами, мы сможем увидеть агентства (рис. 3)



**Рисунок 3. Инвесторы, купившие сукук, выпущенные правительством Дубая в период 2020-2030 гг. [11]**

Если посмотреть по географическому положению, то явным лидером является Ближний Восток с 48%, а на втором месте европейский регион с 26%. Это еще раз показывает, что объем исламских финансов и исламских ценных бумаг увеличивается в Европейском регионе. Азия находится на третьем месте с 16 процентами, и мы видим, что оставшиеся 10 процентов приходятся на другие регионы (Рисунок 4).



**Рисунок 4. Географическое расположение инвесторов, купивших сукук, выпущенные правительством Дубая в 2020-2030 гг. [11]**

Национальный коммерческий банк Саудовской Аравии [12] также выпустил собственную исламскую ценную бумагу сукук. Мудораба была выбрана в качестве типа сукук. Мудораба – это особый вид партнерства, при котором одна сторона предоставляет средства (инвестиции), а другая сторона управляет бизнесом (то есть предприятием или бизнес-проектом) в рамках партнерства. Донор называется «роббул мол» (что в переводе с арабского означает «владелец собственности/имущества/средств или инвестор»), а

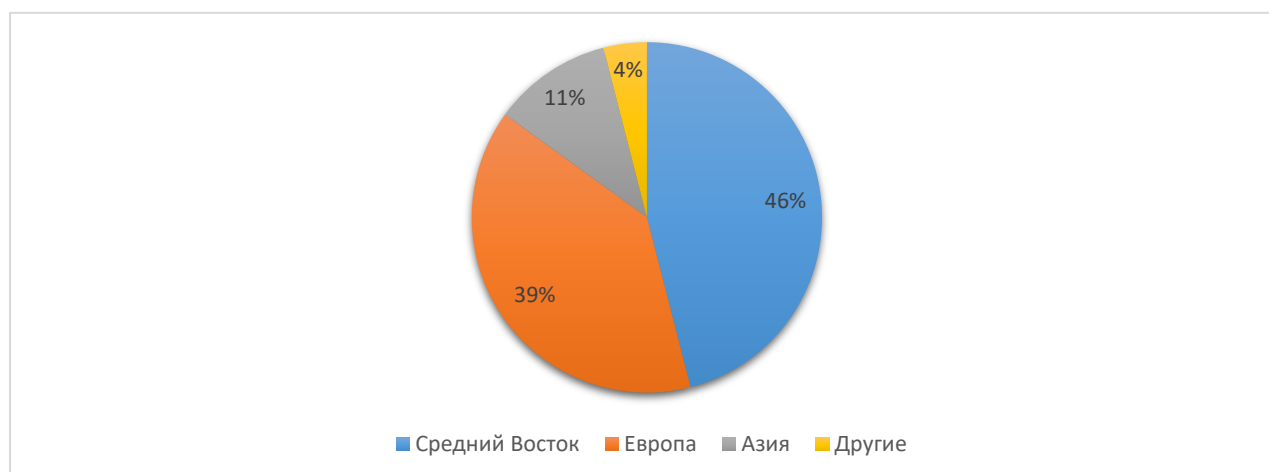
менеджер проекта – «мудариб»). Стоимость этого выпуска составила 1,3 миллиарда долларов США. В национальной валюте Саудовской Аравии он составил 4,7 млрд саудовских риалов (табл. 2).

Таблица 2

### Характеристики сукук, выпущенного NBC Bank of Saudi Arabia [12]

Объем эмиссии	1,3 миллиарда долларов США (4,7 миллиарда саудовских риалов)
Тип сукук	Мудараба
Вымирание	Без дедлайна
Валюта	Доллары США
Цена вопроса	100 долларов
Норма прибыли	3,5%
Право погашения эмитента	6 лет, можно вернуть через 5,5 лет
Листинг	ISM (Лондон) LCE

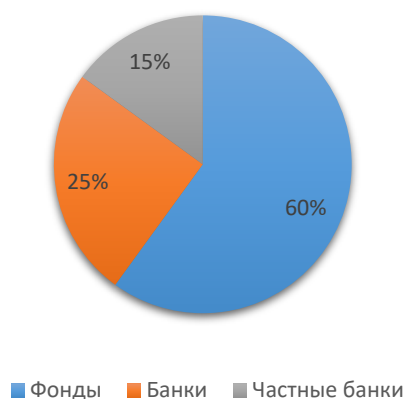
Амортизационный период выпуска непрерывный, только через 5,5 лет устанавливается их изъятие. Конечно, это будут решать инвесторы. Цена сукук установлена на уровне 100 долларов США, а маржа прибыли составляет 3,5 процента. Норма прибыли Mudoraba Sukuk фиксируется заранее.



**Рисунок 5. Географическое положение инвесторов, купивших сукук мудараба, выпущенных NBC Bank, Саудовская Аравия [12]**

Большая часть выпущенных NBC Bank мудараба сукук была куплена в ближневосточном регионе, т.е. 46%, соответственно, второе место занял европейский регион с 39%, а азиатский регион занял третье место с 11%. На остальные регионы приходится оставшиеся 4 процента.

В качестве основного покупателя выпущенных сукук фонды явно лидируют (Рисунок 6), то есть 60 процентов, за ними следуют банки с 25 процентами и частные банки с 15 процентами.



**Рисунок 6. Инвесторы, купившие мудараба сукук, выпущенные NBC Bank, Саудовская Аравия [12]**

В сентябре 2020 года компания Electricity Global Sukuk в Саудовской Аравии выпустила арендные исламские ценные бумаги сукук на сумму 1,3 миллиарда долларов. (Таблица 3)

**Таблица 3**

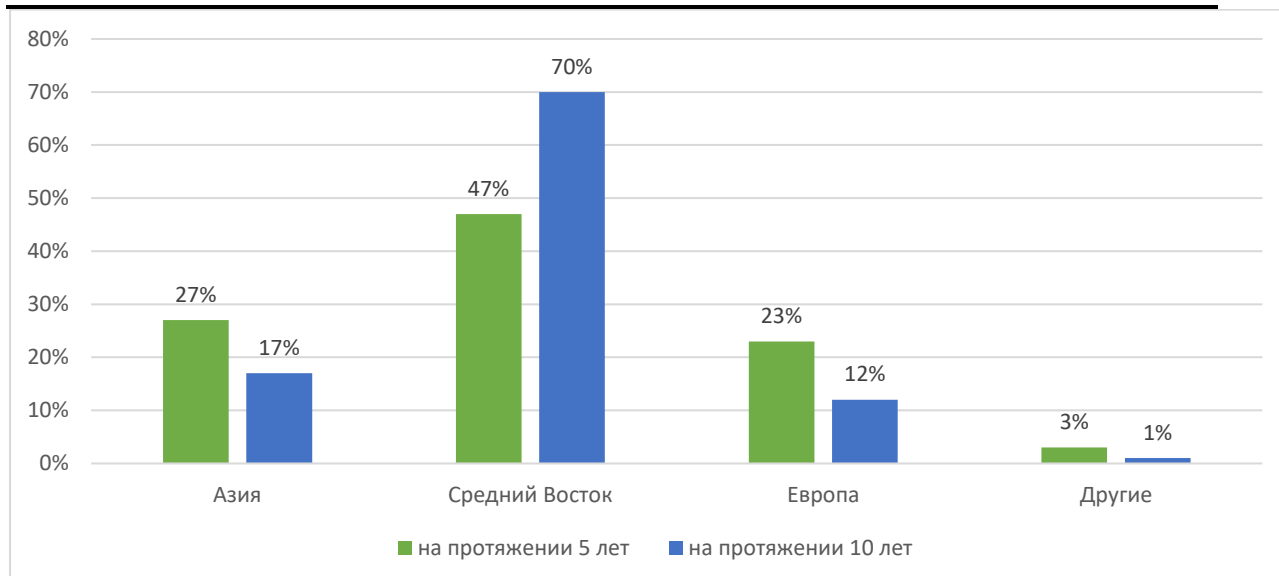
**Особенности сукук, выпущенного глобальной компанией Saudi Arabia Electricity. [11]**

Эмитент	Саудовская Аравия Электричество Глобальная кампания
Тип сукук	Аренда сукук
Объем выпуска и цена	\$650 млрд на 5 лет, 1,7%; \$650 млрд на 10 лет, 2,4%
Вымирание	5 лет и 10 лет
Валюта	Доллары США
Дата выхода	10 сентября 2020 г.
Листинг	Евронекст Дублин

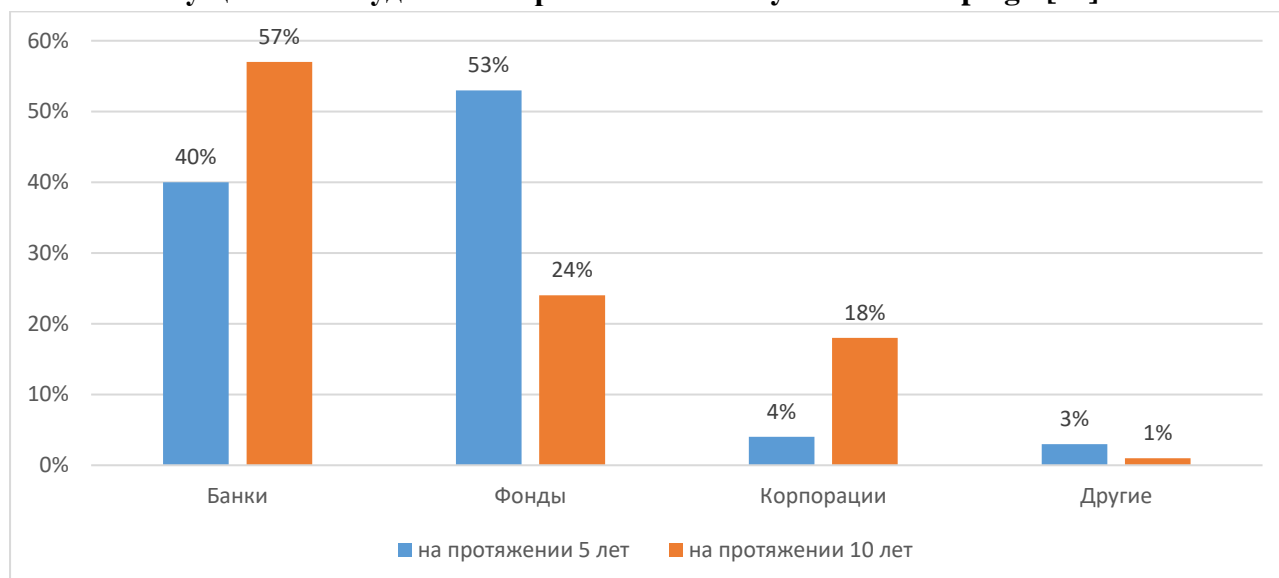
Погашение этой эмиссии дает норму прибыли 1,7 процента при покупке объема в 650 миллиардов долларов США сроком на 5 лет и 2,4 процента объема, равного 650 миллиардам долларов США, сроком на 10 лет. В этом случае амортизация эмиссии устанавливается соответственно на 10 или 5 лет.

Основная часть выпущенных сукук приходится на ближневосточный регион через 5 и 10 лет и является опережающим (рисунок 7), то есть 47 процентов на 5 лет и 70 процентов на 10 лет соответственно придет. Второе место занимает азиатский регион, на который приходится 27% объема 5-летних и 17% 10-летних сукук. После этого мы видим, что европейский регион соответствует 23 процентам на 5 лет и 12 процентам на 10 лет. Мы можем заметить, что 3 и 1 процент соответствуют другим образцам соответственно.





**Рисунок 7. Географическое положение инвесторов, купивших сукук, выпущенный Саудовской Аравией Electricity Global Campaign [11]**



**Рисунок 8. Инвесторы, купившие сукук, выпущенные Глобальной кампанией по электричеству Саудовской Аравии [11]**

Мы видим, что фонды лидировали: 53 процента инвесторов купили 5-летние сукук, выпущенные Electricity Global из Саудовской Аравии (Рисунок 8). На втором месте банки с 40 процентами, на третьем — корпорации с 4 процентами, а остальные — с 3 процентами. И за 10 лет мы видим, что проценты изменились. Мы видим, что банки лидируют с 57 процентами, на втором месте фонды с 24 процентами, на третьем - корпорации с 18 процентами, а остальные инвесторы - с 1 процентом.

**Выводы и предложения.** Судя по всему вышеприведенному анализу, мы видим, что выпуск исламских ценных бумаг увеличивается из года в год, а это, в свою очередь, увеличивает их объем на фондовых рынках. Вышеприведенный анализ, таблицы и

рисунки основаны на данных, собранных в 21 веке, то есть с 2001 года по сегодняшний день.

Судя по данным, мы видим, что выпуск сукук был выпущен 30 лет назад. Мы видим, что первый выпуск сукук был выпущен правительством Малайзии. Выпуск сукук составил 141,3 миллиарда долларов США в 2001-2008 годах, а с 2009 по 2020 год мы можем увидеть более 1 триллиона долларов США. Это означает, что рынок сукук последние десять лет находится в восходящем тренде, и 2020 год показал самый высокий уровень. Мы видим, что сумма сукук, выпущенных за 20-летний период с 2001 по 2020 год, составила 1,4 триллиона долларов США.

Из анализа видно, что сукук выпускается в виде долгосрочных и краткосрочных сукук. Соответственно, мы видим, что сумма выпущенных долгосрочных сукук больше по объему и количеству по сравнению с краткосрочными сукук. То есть исходя из данных 2020 года мы видим, что выпуск долгосрочных сукук составил 117,9 млрд долларов США, а выпуск краткосрочных сукук составил 56,7 млрд долларов США.

Если мы посмотрим на страны Ближнего Востока в разделе страны, мы увидим, что они являются основной страной-эмитентом сукук. В этом случае мы видим, что Исламский банк Дубая выпустил 1 миллиард долларов США, Национальный коммерческий банк Саудовской Аравии выпустил 1,2 миллиарда долларов США, а компания Саудовской Аравии выпустила сукук на 1,3 миллиарда долларов США.

На основании всего вышеприведенного анализа можно сказать, что сукук в Узбекистане не существует. Из анализа можно сделать вывод, что на фондовом рынке Узбекистана ограничен набор финансовых инструментов, высокое участие государства и низкий объем продаж. Мы считаем, что введение сукук, считающейся исламской ценной бумагой, будет способствовать развитию сектора с целью повышения удобства рынка капитала Республики Узбекистан для всех категорий инвесторов.

## Литература

1. Стратегия действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах, утвержденная Указом Президента Республики Узбекистан № ПФ-4947 от 7 февраля 2017 года
2. Послание Президента Республики Узбекистан Парламенту от 29 декабря 2019 года.
3. Указ Президента Республики Узбекистан ПФ-6207 от 13 апреля 2021 года «О дальнейшем развитии рынка капитала». (Указ 2021 г.).
4. Actam Magiere и Hussein Abdoh Theil. Корреляция между золотом и исламскими акциями. Письма об исследованиях в области финансов, том 38, 101503. 2020.
5. Afees A. Salisuab, Muneer Shaikc, их исламские фондовые индексы и пандемия COVID-19. Международный обзор экономики и финансов, том 80, 2022 г., страницы 282–293.
6. Said A., Grassa R. Детерминанты развития рынка сукук: влияют ли макроэкономические факторы на построение конкретной структуры сукук? Журналы, экономика и статистика. Журнал прикладных финансов и банковского дела.
7. Аббаров Сирожиддин и Имамназаров Джахангир, «Исламские финансы: новые возможности для Узбекистана». Экономика и образование, выпуск 4, стр. 146-158.

8. Аброров Сироджиддин., Анализ развития рынка сукук в странах мира. Экономика и образование, выпуск 5, стр. 250-254.
9. Международный рынок исламских финансов (ИФМ 2021)
10. Отчет ИФМ Sukuk: всестороннее исследование мирового рынка сукук. Международный исламский финансовый рынок, июль 2021 г., стр. 192.
11. Отчет ИФМ о сукук: Глава 3, Отдельные выпуски сукук, июль 2021 г., стр. 120.
12. Годовой отчет Исламского банка развития (IsDB 2020), Национальный коммерческий банк Саудовской Аравии, стр. 75