

FEATURES OF THE DEVELOPMENT OF THE SUKUK MARKET IN THE GLOBAL FINANCIAL MARKET

Абдуллоев Фуркат Олимджонович
Начальник ЭЦ «Хужа Ахрор Вали»
РФ «Умар» АИКБ «Ипак Йули»
e-mail: furkat.abdulloev@list.ru

Abstract: The primary objective of this study is to assess the current state and evolutionary characteristics of the global sukuk market, taking into account national specificities and its structural components. In order to clearly define the research scope and conduct an in-depth analysis, the leading sukuk markets of Malaysia, Indonesia, Iran, Saudi Arabia, the United Arab Emirates, Türkiye, and Qatar were selected for examination. A comprehensive analysis of these countries was carried out based on key parameters, including maturity structure, denomination currency, issuer typology, sectoral affiliation of issuers (including sovereign and corporate entities), as well as the trading platforms on which sukuk instruments are circulated. The findings of the study demonstrate that the distribution of leading and lagging countries varies significantly depending on the applied evaluation criteria, while these rankings do not exhibit direct correlation with one another. Furthermore, the research identifies several countries whose sukuk market conditions differ substantially from the general global trends. Statistical data and calculations used in the study were primarily based on materials provided by the Cbonds information agency.

Keywords: sukuk, islamic finance, sukuk market, islamic banking, financial instruments, global capital market, investments, sharia-compliant securities, islamic economics, sukuk issuance.

ОСОБЕННОСТИ РАЗВИТИЯ РЫНКА СУКУК НА МИРОВОМ РЫНКЕ

Аннотация. Главная задача данного исследования заключается в оценке современного положения и специфике эволюции глобального рынка сукук с учетом национальных особенностей и его структурных компонентов. Для четкого определения предметной области и углубленного изучения были отобраны ведущие рынки сукук, расположенные в Малайзии, Индонезии, Иране, Саудовской Аравии, ОАЭ, Турции и Катаре. Детальный разбор данных стран осуществлялся по ключевым параметрам: срокам обращения инструментов, валюте номинала, типологии эмитентов, их отраслевой принадлежности (включая государственные и корпоративные структуры), а также по площадкам, где происходит их торговля. Результаты анализа демонстрируют, что распределение лидеров и аутсайдеров существенно различается в зависимости от используемых критериев, причем эти рейтинги не коррелируют друг с другом. Кроме того, выявлено наличие отдельных государств, чья ситуация на рынке сукук кардинально отличается от общей картины. В качестве первичного источника статистических данных для расчетов использовались материалы информационного агентства Cbonds.

Ключевые слова: сукук, исламские финансы, рынок сукук, исламский банкинг, финансовые инструменты, мировой рынок капитала, инвестиции, шариатские ценные бумаги, исламская экономика, эмиссия сукук.

Введение: В условиях развития исламского финансирования в Республики Узбекистан возрастает необходимость детального анализа специфики финансовых рынков арабских и азиатских стран Юго-Востока. Особый интерес представляют инструменты, функционирующие на принципах шариата. Дополнительным фактором значимости исследования служит пилотный проект по запуску партнерского финансирования до 2030 года, интегрирующий механизмы исламского банкинга. Поэтому анализ зарубежного опыта привлечения средств через такие инструменты, как сукук, приобретает практическую ценность.

Сукуки занимают небольшую нишу в глобальном долговом секторе, однако их значимость неуклонно возрастает. На протяжении последнего полутора десятилетия наблюдается стабильная экспансия данного рынка. Согласно прогнозам аналитических агентств, к началу 2025 года общий объем обращающихся сукук превысит отметку в 800 млрд долларов США, при этом ежегодные объемы новых эмиссий будут составлять порядка 350–400 млрд долларов. Исторически ключевым центром притяжения инвестиций оставалась Малайзия, однако существенный вклад в развитие инфраструктуры также вносят Саудовская Аравия, Иран, Индонезия, Турция и Объединенные Арабские Эмираты. Долгое время малайзийские правовые нормы и рыночные практики служили эталоном для других государств, включая страны СНГ (Нагимова, 2021, 2023). Тем не менее, сокращение доли Малайзии на мировом арене требует более детального изучения динамики и специфики развития рынка в других юрисдикциях.

Обзор литературы: Анализ работ разных исследователей по сукук позволил выявить специфику развития этого рынка в отдельных странах, а также определить степень его изученности. Наиболее проработанным считается малайзийский рынок сукук, которому посвящены эмпирические (Godlewski, Turk-Ariss, Weill, 2011) и правовые (Джауида, Чафия, 2023) исследования. Это объясняется длительной историей и крупными объемами малайзийского рынка. Российские и зарубежные авторы активно изучают этот инструмент. Некоторые из них (Горбачева, 2024; Данченко, Калашкин, 2020; Дерзаева, 2023, 2024; Далал, 2018; Умаров, 2020; Wilson, 2008) рассматривают экономическую природу сукук и возможность их классификации как облигаций. Wilson (2008) отрицает специфику инструмента, тогда как Дерзаева (2023, 2024) считает определение сукук как исламских облигаций слишком узким. Далал (2018) полагает, что уникальность сукук подтверждается их связью с реальной экономикой и независимостью от процентных ставок. Другие исследователи отмечают растущую популярность сукук за пределами исламского мира (Godlewski, Cakir). Godlewski связывает это с желанием Запада получить доступ к ресурсам мусульманских стран (Cakir, Raei, 2007; Doaei, Dehnad, 2024; Godlewski, Turk-Ariss, Weill, 2011; Miller, Challoner, Atta, 2007). Cakir (2007) указывает на способность инструмента лучше управлять рисками портфеля.

Методология исследования: Сукук — это долговой финансовый инструмент, эмитируемый в соответствии с принципами шариата. География их размещения преимущественно охватывает исламские государства, в частности страны Персидского залива и Юго-Восточной Азии. Тем не менее, отдельные выпуски фиксируются и в Западной Европе (Франция, Великобритания, Германия, Люксембург, Ирландия, Финляндия), США, ЮАР и Казахстане. Значительное внимание привлекают и африканские страны, активно использующие этот

механизм: Египет, Тунис, Гамбия, Нигерия, Того, Сенегал и Танзания. Среди них выделяется Гамбия: к началу 2025 года там было размещено 82 выпуска государственных сукук, что сопоставимо с показателями Ирана — лидера мирового рынка по количеству выпусков (99 штук). Однако совокупный объем привлеченных средств в Гамбии ничтожно мал по сравнению с Ираном — он уступает ему в 1000 раз.

Анализ и результаты: С точки зрения объема капитала, в мусульманских странах основная доля сукук приходится на государственные (суверенные) эмиссии. Корпоративные выпуски лидируют лишь в Малайзии, ОАЭ и Кувейте (см. рис. 1). Наибольший перекос в сторону государственного сегмента рынка наблюдается в Индонезии, Иране и Турции. Доля государственных сукук в общем объеме рынка этих стран составляет 92%, 86% и 83% соответственно.

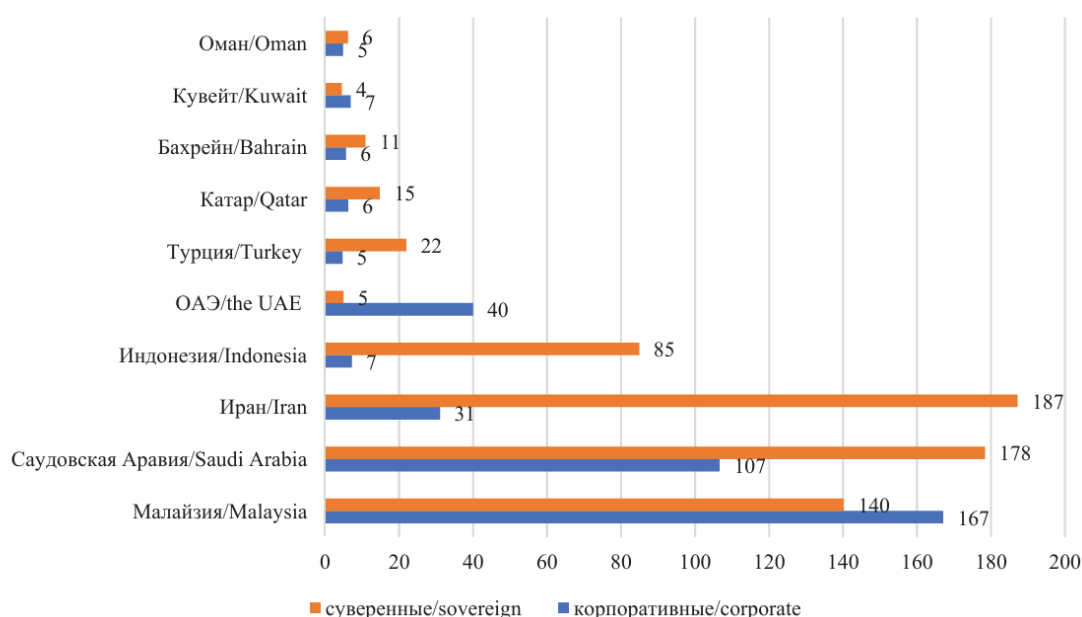


Рис. 1. Объем выпущенных сукук, млрд долл. США

Изучение рисунка 1 свидетельствует о том, что доминирующее положение корпоративных сукук наблюдается исключительно в ОАЭ, где их доля достигает почти 89% от всего национального рынка. В Малайзии и Омане объемы корпоративных эмиссий сопоставимы с государственным сегментом. Для остальных проанализированных государств характерно преобладание государственного сектора по совокупному объему размещений.

Однако при оценке рынка через призму количества транзакций, а не привлеченных финансовых средств, картина меняется: в большинстве изучаемых стран (см. рис. 2) лидирует корпоративный сектор, за исключением Катара. Это указывает на то, что корпоративные выпуски отличаются небольшими суммами. Следовательно, несмотря на их количественное преимущество, они значительно уступают государственным сукук по финансовому объему.

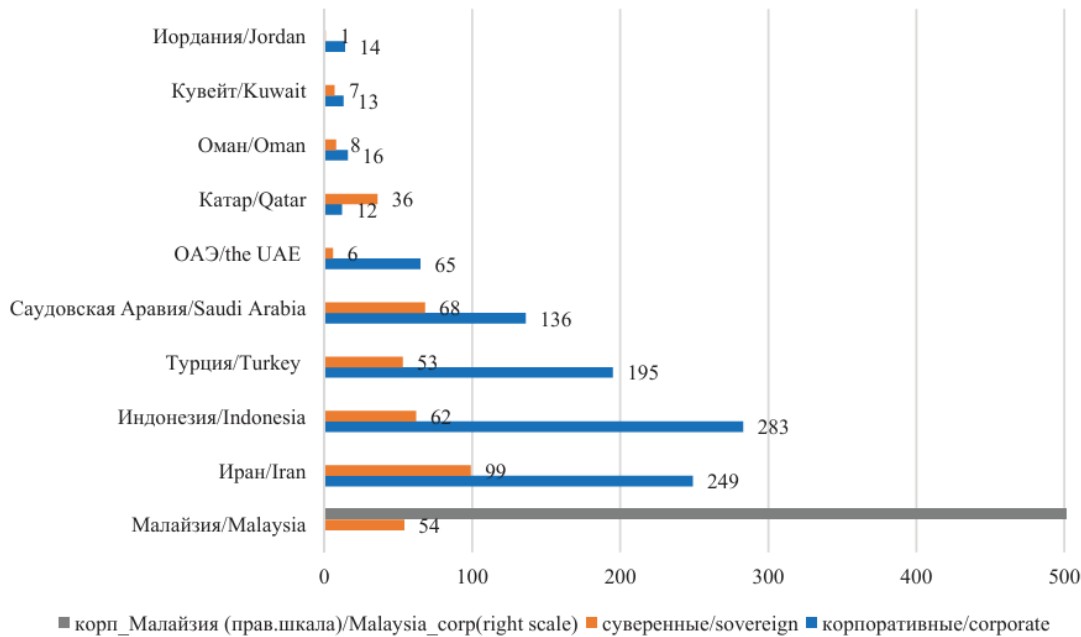


Рис. 2. Количество выпусков сукук, шт.

Малайзия длительное время удерживает мировое лидерство по совокупному числу и объему размещенных сукук. Однако к началу 2025 года Саудовская Аравия и Иран существенно нарастили свои позиции в объеме рынка, достигнув долей 27 % и 21 % соответственно (рис. 3). На эти три государства приходится порядка 77 % всего мирового рынка сукук. При этом по количеству выпущенных инструментов Малайзия сохраняет безоговорочное первенство, контролируя 61 % глобального объема эмиссий (рис. 4). Существенно отстает от лидера Иран (9 %), за ним следуют Индонезия (9 %), Турция (6 %) и Саудовская Аравия (5 %).

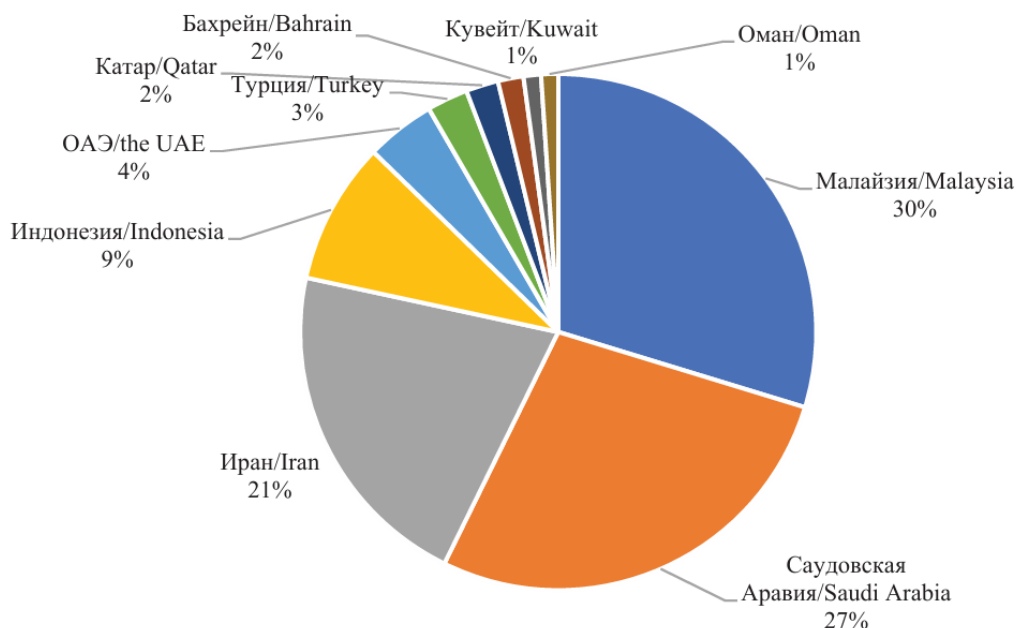


Рис. 3. Доля крупнейших национальных рынков в общем объеме мирового рынка сукук, %

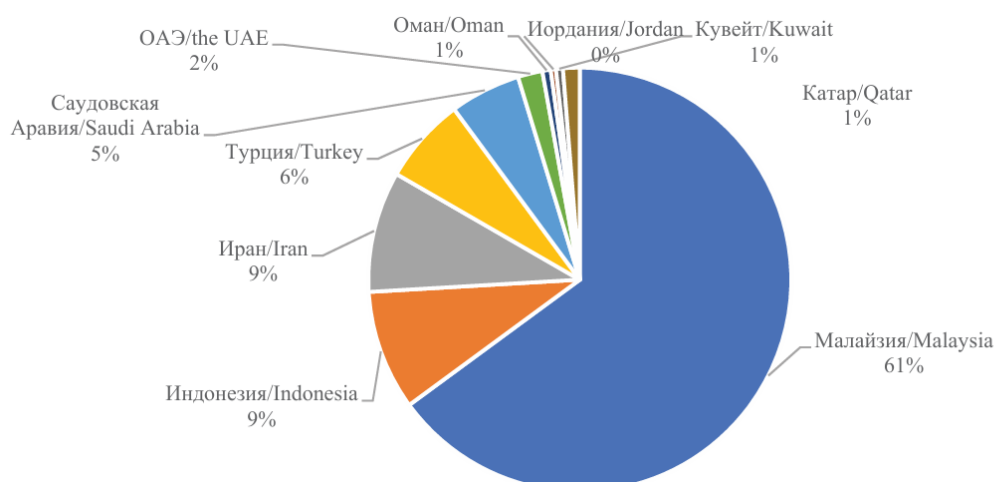


Рис. 4. Доля крупнейших национальных рынков в общем количестве мировых выпусков сукук, %

Результаты предыдущего анализа позволяют определить ключевых игроков на глобальном рынке сукук, вызывающих наибольший интерес: Малайзию, Иран, Индонезию, Саудовскую Аравию и Турцию. Далее мы детально рассмотрим особенности рынков этих государств.

Что касается вторичного обращения сукук, то в Иране, Индонезии и Турции подавляющее большинство данных ценных бумаг котируется на национальных биржах. В Иране этот показатель достигает 100%. В Индонезии 85% выпусков листингованы на местной бирже, тогда как остальные не торгуются на организованном рынке. В Турции доля таких бумаг составляет 81%, при этом часть из них также обращается на европейских площадках, включая Лондонскую и Ирландскую биржи. Ситуация в ОАЭ кардинально отличается: 80% выпусков эмитентов торгуются за рубежом, преимущественно на Лондонской и Ирландской фондовых биржах. В Саудовской Аравии распределение примерно равнозначное: сукук торгуются как внутри страны, так и на зарубежных площадках, таких как Ирландская фондовая биржа, биржа Каймановых островов и NASDAQ Dubai. В Малайзии большая часть выпусков не имеет вторичного обращения на организованном рынке; те же, что торгуются, в основном функционируют во внебиржевом секторе (OTC).

Изучение структуры эмиссии сукук по секторам экономики в рассматриваемых государствах показывает, что в четырех из шести стран главенствующую позицию занимает финансовая сфера (Турция, Саудовская Аравия, ОАЭ и Малайзия). В Иране и Индонезии лидирует реальный сектор. Особое внимание привлекает Турция, где на финансовые инструменты приходится почти 80% всех выпусков. За ней следуют Саудовская Аравия (59%) и ОАЭ (43%). В Малайзии финансовый сектор также является лидером, но его доля ограничена 27%, что объясняется широким распространением сукук в различных отраслях экономики страны. Кроме того, наблюдается тенденция к концентрации эмиссии не в одной, а в нескольких ключевых сферах. Например, в Иране около 80% всех выпущенных сукук приходится на три промышленных направления: химическую и нефтехимическую отрасли, черную металлургию, а также общее и приборостроение.

Таблица-1.

Анализ структуры выпусков сукук с учетом различных показателей

Показатель/страны	Иран	Малайзия	Индонезия	Турция	Саудовская Аравия	ОАЭ
Доля выпусков сукук, номинированных в национальной валюте, %	100	99	98	97	47	5
Доля сукук, выпущенных финансовым* сектором, %	0	27	18	79	59	43

*Примечание. * Включая банки и прочие финансовые институты.*

С позиции отраслевого разнообразия использования сукук как инструмента привлечения финансирования стоит отметить, что лидирует Иран (30 отраслей), за ним следует Индонезия (25 отраслей) и Малайзия (20 отраслей). Аутсайдером по этому показателю является Турция, в которой сукук используются субъектами из 6 отраслей экономики. Однако, несмотря на значительное отраслевое разнообразие в указанных странах, только в Индонезии и Малайзии выпуски сукук относительно равномерно распространены по отраслям и отсутствует концентрация (выше 20 % на отрасль). В то время как в Иране выпуски сукук сосредоточены в основном в трех сферах (о чем речь шла выше).

Исследование сроков, на которые выпускаются сукук, позволяет определить, что во многих странах подавляющее большинство как государственных, так и корпоративных сукук выпускается на долгий срок (свыше 5 лет). Речь о таких странах, как Малайзия, Индонезия, Саудовская Аравия, а также ОАЭ в части корпоративных сукук (табл. 2). Максимальный срок, на который выпущены государственные сукук, — 30 лет — зафиксирован в Индонезии, Малайзии и Саудовской Аравии. По корпоративным сукук максимальный срок — 99 лет в Малайзии, в то время как в Саудовской Аравии максимальный срок составил 50 лет.

Таблица-2.

Периоды, на которые были эмитированы сукук, с разделением по государствам %

Показатель/страны	Иран	Малайзия	Индонезия	Турция	Саудовская Аравия	ОАЭ
На срок свыше 5 лет	6	89	77	21	99	50
На срок от 1 года до 5 лет	93	4	16	79	1	50
На срок до 1 года (включительно)	1	7	7	-	-	-

Таблица-3.

Процентная доля выпусков корпоративных сукуков

Показатель/страны	Иран	Малайзия	Индонезия	Турция	Саудовская Аравия	ОАЭ
На срок свыше 5 лет	16	87	61	3	76	72
На срок от 1 года до 5 лет	84	11	37	26	24	25
На срок до 1 года (включительно)	-	2	2	71	-	3

Иран и Турция демонстрируют специфику, отличающую их от общего тренда: в Иране доминируют среднесрочные выпуски сукук (от 1 до 5 лет) как для государства, так и для корпоративного сектора. В Турции государственные обязательства также ориентированы на средний срок, тогда как корпоративные инструменты чаще всего имеют горизонт менее года. Такая преобладание краткосрочных и среднесрочных сроков в турецком рынке обусловлено высоким уровнем инфляции.

Заключение: Анализ глобального рынка сукук позволяет сформулировать ряд заключений о его современном положении и специфике развития. География эмитентов сукук значительно расширилась: помимо традиционных игроков из стран Персидского залива и Юго-Восточной Азии, на рынке присутствуют государства Африки, Западной Европы, США, Турции и Казахстана. Детальное изучение национальных рынков по различным параметрам выявило существенное разнообразие в их текущем состоянии, структуре и ключевых характеристиках самих финансовых инструментов. Развитие отдельных национальных рынков сукук находится в прямой зависимости от макроэкономической ситуации в соответствующих странах, включая уровень их открытости. Ярким примером изолированного, национально ориентированного рынка служит Иран, где сукук номинируются исключительно в национальной валюте и обращаются только на внутренних биржах. В противоположность этому, рынок ОАЭ демонстрирует высокую степень международной интеграции: значительная часть выпусков торгуется на европейских площадках, а базовой валютой номинала выступает доллар США.

Список использованных литератур:

1. Нагимова А.З. Исламский капитал в экономике Казахстана // Мировая экономика и международные отношения. 2021. Т. 65. № 2. С. 100–108.
2. Далал А. Факторы формирования цены сукук: эконометрический анализ // Азия и Африка Сегодня. 2018. № 4 (729). С. 25–31.
3. Джауида Б., Чафия К. Анализ реальности и важности выпуска исламских сукук в Малайзии // Вестник Университета. 2023. № 9. С. 185–199.
4. Дерзаева Г.Г. Обзор Стандарта Управления № 12 «Управление Сукуком» // Научные труды Центра перспективных экономических исследований. 2023. № 24. С. 40–46.
5. Данченко Е.А., Калашник Н.А. Исламская ценная бумага сукук как альтернатива классической облигации // Инновационный потенциал банковской деятельности : сб. материалов Междунар. науч.-практ. конф. студентов, аспирантов, магистрантов, практических специалистов и молодых ученых. Ростов- на-Дону, 2020. С. 297–309.
6. Нагимова А.З. Исламские рынки капитала: пример сукук // Мировая экономика и международные отношения. 2023. Т. 67. № 4. С. 81–91.
7. Дерзаева Г.Г. Сукук как инструмент финансирования в условиях антироссийских санкций // Экономическая безопасность. 2024. Т. 7. № 11. С. 2855–2872.
8. Cbonds.ru