

*Файзрахманова А. А. (РИИ, Казань)*

## ОСОБЕННОСТИ РЕГУЛИРОВАНИЯ ИСЛАМСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА

**Аннотация:** В данной статье раскрыта специфика регулирования исламских финансовых рынков: исламского рынка капитала и денежного рынка. Также в статье дается обзор деятельности международных организаций, осуществляющих регулирование данного процесса, дается описание инструментов исламского финансового рынка.

**Ключевые слова:** исламский финансовый рынок, денежный рынок, исламский рынок капитала, исламский межбанковский рынок, сукук, исламские деривативы, исламские фонды, исламские индексы, Шариатский комитет, методология скрининга.

### **Islamic finance market regulation features**

**Abstract:** The paper describes main specifics on Islamic finance market regulation process, including Islamic capital market and Islamic money market. It also reviews international institutions which provide regulatory framework for Islamic finance market. The paper dwells instruments of Islamic finance market.

**Key words:** Islamic finance market, money market, Islamic capital market, Islamic interbank market, Islamic securities, sukuk, Islamic derivatives, Islamic funds, Islamic indices, Shariat committee, screening methodology.

В зарубежной аналитике под «исламским финансовым рынком» зачастую подразумевается исламская финансовая система, то есть совокупность рынков, финансовых институтов и инструментов, которые используются для совершения финансовых операций. Под финансовыми рынками в данной статье подразумевается «система экономических отношений, возникающих между участниками рынка по поводу предоставления сберегателями временно свободных денежных средств пользователям за плату» [2].

То есть товаром на финансовом рынке являются денежные средства, которые одни участники рынка продают другим за определенную плату. В традиционной экономике в качестве платы выступают проценты, которые выплачиваются по заемным средствам, и дивиденды, которые выплачиваются по акциям.

В определенных секторах экономики возникает избыток финансовых средств, в других – недостаток, поэтому идет перелив капитала из одного сектора в другой. Можно сказать, что финансовый рынок является кровеносной системой экономики, по его каналам течет не кровь, а денежные средства.

Перемещение денежных средств от продавца к покупа-

телю на финансовых рынках обеспечивается при помощи финансовых институтов, которые или сами покупают денежные средства, или являются посредниками при осуществлении сделки. К финансовым институтам относятся: банки, инвестиционные фонды, страховые компании, брокерские компании и другие организации, оказывающие финансовые услуги. Без этих финансовых институтов рынок не мог бы нормально функционировать. Финансовые инструменты обеспечивают проведение конкретной операции по перемещению денежных средств [2].

Классификация финансового рынка, принятая Международным валютным фондом и Всемирным банком, подразделяет рынок на денежный и рынок капиталов – в зависимости от срока оборачиваемости активов. Финансовый рынок любой страны состоит из денежного рынка и рынка капиталов.

Разделение финансового рынка на две части определяется особым характером обращения финансовых ресурсов, обслуживающих оборотный и основной капитал. На денежном рынке обращаются средства, которые обеспечивают движение краткосрочных ссуд (до одного года). На рынке капиталов осуществляется дви-

жение долгосрочных накоплений со сроком более одного года.

В категории «финансовый рынок» выделяют понятие рынка ценных бумаг – где происходит обслуживание рынка капиталов и денежного рынка.

Рынок ценных бумаг – это рынок, на котором торгуют специфическим товаром – ценными бумагами. Сами по себе эти бумаги практически ничего не стоят, однако они являются титулами собственности, за ними стоят реальные активы, которые в основном и определяют стоимость конкретных ценных бумаг [2].

Разумеется, рынок ценных бумаг, будучи сложным механизмом и частью финансовой системы также регулируется на основании правовой системы. Регулирование рынка ценных бумаг как традиционного, так и исламского, происходит на государственном уровне. Например, в России данный рынок регулируется и контролируется органом, который называется «Федеральная служба по финансовым рынкам».

Государство играет большую роль в создании условий для функционирования финансового рынка и формировании нормативно-правовой базы с целью регулирования данного элемента экономических от-

ношений. Наличие различий между традиционной финансовой системой и исламской отражается на регулировании исламских финансовых рынков на государственном уровне.

К примеру, исламский рынок капитала – одна из составных частей исламского финансового рынка – отличается от традиционного рынка капиталов, прежде всего потому, что не все традиционные инструменты рынка капиталов, такие как привилегированные акции или облигации, или иные производные ценные бумаги, разрешены с точки зрения исламского права. Данная особенность отражается и в процессе регулирования финансового рынка – регулирование исламского финансового рынка заключается «в нормативном закреплении запретов Шариата и в регламентировании процедуры выпуска и обращения ценных бумаг, которые соответствуют указанным требованиям» [1].

Стоит отметить, что не существует единого регулятора исламского финансового рынка, чьи нормы были бы обязательны к соблюдению для всех участников исламского финансового рынка в мире – такой рынок в каждой стране регулируется самостоятельно. Есть исламский финансовый рынок Малайзии, Бахрейна,

Великобритании и других стран, где своя нормативно-правовая база, на основании которой государство осуществляет контроль, надзор за деятельностью исламского денежного рынка и рынка капиталов.

Однако существуют международные организации, – созданные в ответ на запросы исламской финансовой индустрии – которые призваны развивать исламскую финансовую систему и устанавливать вектор регулирования хотя бы и «рекомендательного» характера.

Одной из таких организаций, непосредственно занятых вопросами исламского финансового рынка, является Международный исламский финансовый рынок (International Islamic Finance Market, ИИФМ). ИИФМ является некоммерческой организацией по созданию системы стандартизации для исламской финансовой индустрии, в частности по созданию единых стандартов для исламских финансовых контрактов и продуктов, касающихся рынков капитала и денежных рынков, а также корпоративных финансов и торгового финансирования. Организация со штаб-квартирой в г. Манаме (Бахрейн) была учреждена в 2002 году в результате усилий Центрального банка Малай-

зии (Bank Negara Malaysia) и Управления по финансовым услугам оффшора ЛАБУАН (Labuan Offshore Financial Services Authority – LOFSA), которые отстаивали важность наличия исламского рынка для мобилизации исламских финансовых инструментов.

Инициативу, предложенную Малайзией, коллективно поддержали ряд стран и организаций, включая Исламский Банк Развития, Центральный банк Бахрейна, Центральный банк Индонезии, Центральный банк Судана и Министерство финансов Брунея. Все заинтересованные стороны пришли к мнению, что исламская финансовая система имела существенные недостатки, среди которых [10]:

- отсутствие международного исламского финансового рынка;
- отсутствие развитого исламского рынка капитала;
- недостаточное количество участников рынка;
- недостаточное количество финансовых инструментов, соответствующих Шариату;
- отсутствие единообразия и согласованности в интерпретации неоднозначных и сомнительных с точки зрения Шариата вопросов;
- отсутствие надлежащего механизма для создания исламского финансового рынка;
- отсутствие общепризнан-

ных норм и практики бухгалтерского учета по исламским финансовым продуктам;

– отсутствие вторичного рынка для сделок с финансовыми инструментами соответствующими Шариату.

Среди ключевых задач организации значатся: унификация правил исламского финансового рынка, в частности подготовка стандартов для продуктов исламского рынка капитала и денежного рынка; оказание поддержки и развитие стандартов с целью достижения прозрачности и устойчивости исламских финансовых рынков в соответствии с правилами Шариатского совета IIFM; содействие развитию и интеграции исламского финансового рынка в глобальный финансовый рынок.

Шариатский совет IIFM, созданный решением совета директоров IIFM, занимается вопросами обзора и утверждения новых исламских финансовых продуктов/инструментов. Наличие данной международной организации позволяет продвигать исламские финансовые инструменты в международный листинг, тем самым способствуя развитию вторичного рынка исламских финансовых продуктов.

В соответствии с позицией рабочей группы по изучению исламского рынка капитала,

созданной при Международной организации комиссии по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions, IOSCO – международная финансовая организация, объединяющая национальные органы регулирования рынка ценных бумаг), под исламским рынком капитала понимают рынок, на котором инвестиционная и финансовая деятельность, а также продукты/инструменты структурированы в соответствии с принципами Шариата.

Совет по исламским финансовым услугам (IFSB) был основан 3 ноября 2002 года и начал свою деятельность в марте 2003 года. Совет был создан при активном участии Международного валютного фонда, Исламского Банка Развития, Центрального банка Бахрейна, Центрального банка Малайзии и других центральных банков в Куала-Лумпур на основании закона «О Совете по исламским финансовым услугам» от 2002 года, который наделил IFSB привилегиями, обычно предоставляемыми международным организациям и дипломатическим миссиям. Эта организация похожа на другие международные органы, устанавливающие стандарты, которые заинтересованы в создании и продвижении передового опыта финансовой системы, например,

такие как Базельский комитет по банковскому надзору, действующий под эгидой Банка международных расчетов, Международная организация комиссий по ценным бумагам и Международная ассоциация страховых надзоров.

Исламский рынок капитала в целом и рынок ценных бумаг в частности находятся на ранней стадии развития по сравнению с традиционными аналогами. По этой причине в данной сфере на сегодняшний день не существует единого регулятора. На практике надзор за деятельностью исламского рынка капитала обычно осуществляет национальный регулятор традиционного финансового рынка. К примеру, в Малайзии, где впервые был представлен исламский рынок капитала, при Комиссии по ценным бумагам страны в 1996 году был учрежден Шариатский совет, который ответственен за вопросы, связанные с деятельностью исламского рынка капитала.

Функционирование исламского рынка капитала, как показывает практика, может регулироваться в рамках существующего традиционного рынка. Однако, в отличие от традиционных аналогов, исламский рынок капитала должен удовлетворять требованиям в отношении того, как

фонды были привлечены, как структурированы инструменты – соответствует ли все это принципам Шариата, и, что важно, имеется ли заключение о продуктах или услугах Шариатского совета или комитета. Подобные требования к регулированию также относятся и к участникам исламского финансового рынка – наличие соответствующих знаний в области исламского права и внутреннего Шариатского контроля за их деятельностью.

Впервые на международном уровне попытки создать единый стандарт регулирования исламского рынка капитала были предприняты международной организацией «Совет по исламским финансовым услугам» (Islamic Finance Service Board, IFSB) [11]. В 2009 году IFSB опубликовала стандарт IFSB-6 «Основополагающие принципы по управлению исламскими коллективными формами инвестирования», первый пруденциальный стандарт, разработанный IFSB в области исламского рынка капитала. Данный стандарт ставил перед собой цель дополнить существующие международные стандарты регулирования. В основе стандарта IFSB-6 лежат четыре принципа: 1) общий принцип регулирования исламских коллективных форм инвестирования; 2) про-



зрачность в раскрытии; 3) соблюдение правил и норм Шариата; и 4) дополнительные меры защиты для исламских коллективных форм инвестирования [8].

Признав важность развития индустрии исламских финансовых услуг, Международная организация комиссии по ценным бумагам IOSCO выпустила два исследования по исламскому рынку капитала в 2004 и 2008 годах.

Необходимо отметить, что IOSCO выступает регулятором рынка ценных бумаг и осуществляет деятельность по разработке и применению принципов и стандартов для регулирования рынка ценных бумаг в мировом масштабе. Цели и принципы IOSCO по регулированию рынка ценных бумаг, утвержденные комитетом в 1998 году, являются фундаментальными и стандартными для тестирования и оценки регулирования рынка ценных бумаг. IOSCO было разработано 38 принципов регулирования рынка ценных бумаг на основе трех главных задач организации, а именно: защиты инвесторов, обеспечения справедливого, прозрачного и эффективного функционирования рынка ценных бумаг, а также уменьшения системного риска.

Первое исследование IOSCO на предмет регулирования ис-

ламского рынка капитала появилось в 2004 году под названием «Отчет об исламском рынке капитала: поиск фактов», разработанное специальной рабочей группой. В отчете говорилось о фундаментальных принципах исламских финансов, описывалась индустрия исламских финансовых услуг. Также в отчете говорилось о проблемах регулирования, которые возникают в результате изменения масштаба исламской финансовой отрасли. По итогам работы специалисты рабочей группы пришли к заключению, что правовое регулирование локального рынка капитала вполне применимо к исламскому варианту, следовательно, предполагая, что Цели и принципы IOSCO также могут относиться к исламскому рынку капитала. В отчете отмечено: «Принципы IOSCO могут и должны быть применены к исламскому рынку капитала, как к одному из сегментов традиционного рынка (основное отличие состоит в структурировании продуктов, услуг и деятельности). Важным заключением при исследовании рынков является то, что традиционная структура регулирования и принципы рынка ценных бумаг могут быть использованы на исламском рынке капитала, в дополнение к Шариатскому заключению

или сертификации» [11].

Второе исследование от 2008 года ставило перед собой цель провести анализ «Применения Целей и принципов регулирования рынка ценных бумаг IOSCO для исламских продуктов секьюритизации». Опубликованное исследование подтверждало рациональность применения основополагающих правил IOSCO и выявило ряд принципов, которые нуждались в изменениях или дополнениях с точки зрения исламского права.

Следующим документом на пути создание единого регулятивного подхода к исламским финансовым рынкам стала публикация от 2013 года материала о «Требованиях к раскрытию информации для продуктов исламского рынка капитала» – совместный труд Совета по исламским финансовым услугам, Международной организации комиссии по ценным бумагам и Комиссии по ценным бумагам Малайзии. В документе обсуждается необходимость формирования международных стандартов регулирования и требований к раскрытию информации на базе лучших практик для исламского рынка капитала. Также в документе говорится о потенциальных рисках и трудностях, возникающих при неадекватном раскрытии информации в таких областях

рынках ценных бумаг, как «сукук» и «исламские коллективные формы инвестирования» [9].

Исламский денежный рынок.

Денежный рынок, являясь частью финансового рынка и предоставляя денежные средства сроком до года, имеет важнейшую функцию – регулирование объема ликвидности участников экономических отношений. В рамках исламской финансовой системы наличие развитого исламского денежного рынка позволит исламским банкам пользоваться «халяльными» инструментами обеспечения краткосрочной ликвидности, тем самым делая исламские финансовые институты устойчивее.

Инструменты, которые предлагаются на данном рынке, имеют следующие характеристики: низкий риск невозврата, короткий срок погашения и высокая ликвидность.

Основная проблема развития исламского денежного рынка состоит в согласовании традиционных инструментов денежного рынка с Шариатскими требованиями. К примеру, на обычном денежном рынке используются такие инструменты, как казначейские векселя, банковские векселя, депозитные сертификаты,



банковские акцепты, сделки РЕПО и пр. Все перечисленные инструменты содержат в себе запретные элементы. На сегодняшний день наличие инструментов управления ликвидностью, очищенных от ссудного процента, является главной заботой исламских банков.

Исламский денежный рынок очень слабо развит, инструменты его не распространены в мусульманских странах. Среди стран, достигших успеха в создании исламского денежного рынка можно выделить Малайзию, Индонезию, Саудовскую Аравию, Бахрейн.

С целью развития исламского денежного рынка Совет по исламским финансовым услугам IFSB в 2008 году издал техническую документацию по вопросам, связанным с управлением ликвидностью для исламских финансовых институтов. В рамках исследования были даны рекомендации по активному вовлечению центральных банков стран в процесс регулирования и развития исламского денежного рынка, по созданию исламского аналога по сделкам РЕПО, по созданию исламского варианта ставки ЛИБОР (Лондонская межбанковская ставка предложения).

Наиболее ярким сегментом денежного рынка является

«межбанковский рынок» (рынок межбанковского кредитования). На данном рынке участниками отношений являются центральные банки, инвестиционные и коммерческие банки. Задача центрального банка страны обеспечить стабильность финансовой системы – банковской системы, в том числе и за счет адекватного уровня ликвидности. Межбанковский рынок – это платформа, на которой происходит распределение финансовых средств между банками. Современный исламский межбанковский рынок развит довольно слабо – из-за невозможности использовать запрещенные исламским правом традиционные инструменты. Малайзия является практически единственной страной, которая использует исламские инструменты на межбанковском рынке и осуществляет регулирование данного рынка.

Среди международных организаций, целью которых является развитие исламского денежного рынка, наравне с Международным исламским финансовым рынком ИФМ необходимо выделить Международную исламскую корпорацию по управлению ликвидностью (International Islamic Liquidity Management Corporation, IILM), Исламский межбанковский денежный рынок (Islamic Inter bank

Money Market, ИММ) и Центр управления ликвидностью (Liquidity Management Centre, ЛМС).

Международная исламская корпорация по управлению ликвидностью является международной организацией, созданной в 2010 году центральными банками, валютными агентствами и другими учреждениями таких стран, как Кувейт, Люксембург, Малайзия, Маврикий, Нигерия, Катар, Турция, Объединенные Арабские Эмираты совместно с Исламским Банком Развития, заинтересованными в создании и выпуске краткосрочных исламских финансовых инструментов с целью продвижения трансгранично-го исламского кредитования. Штаб-квартира ИИМ находится в Куала-Лумпур, Малайзия [10].

Корпорация разрабатывает и выводит на рынок краткосрочные шариатские финансовые инструменты. Одним из последних инструментов, с которым ИИМ вышла на исламский денежный рынок, является краткосрочный сукук с рейтингом А-1 от рейтингового агентства Standard and Poor's, выпущенный в октябре 2015 года со сроком погашения 3 месяца. Подписка на сукук по итогам размещения достигла 12,69 миллиардов долларов США, при

первоначальном размещении в 860 миллионов долларов США. Данная тенденция отражает наличие спроса на краткосрочные исламские ценные бумаги на мировом финансовом рынке.

В структуре ИИМ действует Шариатский комитет, который консультирует организацию на предмет соответствия принципам исламского права ее деятельности, продуктов, процессов управления. Исламские продукты денежного рынка, выпускаемые ИИМ, регулируются Федеральными законами Малайзии от 2013 «О финансовых услугах» и «Об исламских финансовых услугах».

Исламский межбанковский денежный рынок. Данная организация была создана в 1994 году в Малайзии, в качестве посредника на рынке краткосрочных финансовых услуг по принципам Шариата. Посредством данного института исламские банки и банки, работающие по схемам исламского банкинга, имеют возможность обеспечивать соответствие требованиям по фондам. В 1993 году Центральный банк Малайзии выпустил Руководство по исламскому межбанковскому денежному рынку с целью обеспечения должной работы данной отрасли.

Среди продуктов исламско-

го денежного рынка, которые одобрены Центральным банком Малайзии и, в частности, шариатским комитетом ЦБ следующие [5]:

- межбанковские инвестиции мудароба;
- акцепт вадиа;
- государственные инвестиционные ценные бумаги;
- валютная нота Центрального банка Малайзии;
- соглашение о продаже и обратном выкупе;
- облигации мудароба компании Кагамас;
- соглашение рахн;
- сукук иджара Центрального банка Малайзии.

Центр управления ликвидностью. Данная организация была учреждена в 2002 году Центральным банком Бахрейна. Целью данного центра является создание исламских финансовых и инвестиционных продуктов или услуг для развития исламского рынка капитала. В задачу центра входит развитие исламского межбанковского рынка через совершенствование процедур управления краткосрочной ликвидностью для исламских финансовых институтов.

Центр впервые внедрил «краткосрочной программы сукук» – торгуемый продукт по управлению ликвидностью с минимальным риском. Центр также вовлечен в процесс выпуска корпоративных

и суверенных сукук.

Исламские ценные бумаги и сукук.

Ценные бумаги, соответствующие Шариату начали развиваться с целью разрешения проблемы привлечения инвестиций, финансирования для исламских финансовых институтов, выхода на новые и рынки и т.д. В настоящее время не существует целостной системы регулирования международного рынка исламских ценных бумаг. Различные международные организации выносят свои решения и рекомендации по отдельным продуктам или услугам. Это происходит как ввиду отсутствия единой методологии регулирования данного рынка, так и в связи с наличием различий в правовом регулировании традиционного рынка ценных бумаг в разных странах. Также отсутствие единого регулятора исламского финансового рынка и финансовой системы в целом связано с наличием различий в заключениях исламских правоведов разных стран по тем или иным продуктам или услугам.

К примеру, ценные бумаги, разрешенные Шариатским советом Комиссии по ценным бумагам Малайзии, вызывают сомнения Исламской академии фикха при Организации Исламского Сотрудничества.

К числу исламских ценных

бумаг, которые были выпущены на национальном уровне могут быть отнесены: инвестиционные депозитные сертификаты (Кувейт, Судан), облигации мукарада (Иордания), инвестиционный сертификат Исламского Банка Развития, сертификаты участия (Пакистан), сертификаты инвестиционного консульства (Бангладеш), сертификаты кард-хасан (Малайзия).

Наиболее широко известен инструмент «сукук» – сертификат долевого участия или, как иногда его называют в некоторых источниках «исламская облигация». Данные ценные бумаги «сукук» были определены Организации бухгалтерского учета и аудита для исламских финансовых институтов (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, AAOIFI) как сертификаты равной стоимости, удостоверяющие долю на владение материальными активами, узуфрукта и услуг или активы соответствующих проектов или определенной инвестиционной деятельности.

Исламские деривативы.

Деривативы или производные финансовые инструменты – это инструменты, которые имеют привязку к базовому активу. На практике это не что иное, как соглашение по передаче определенно-

го актива другой стороне по согласованной цене в установленный срок. Среди деривативов наиболее известные и связанные со срочным валютным рынком такие инструменты, как опционы, свопы и фьючерсы. Торговля деривативами с точки зрения исламского права является сомнительной, так как может породить избыточную неопределенность – «гарар», а также продажу долга и спекуляцию – «майсир».

Выгода, которую привносят деривативные инструменты, как страхование и хеджирование рисков, стала рассматриваться исламскими финансовыми институтами довольно серьезно. В 2010 году Международный исламский финансовый рынок IIFM совместно с Международной ассоциацией свопов и деривативов (International swaps and derivatives association, ISDA) опубликовал «Генеральное соглашение о хеджировании» (Tahawwut (Hedging) Master Agreement). Данное соглашение разработано в рамках Генерального соглашения ISDA 2002 с применением хеджинговых транзакций, соответствующих исламскому праву. Этот документ стал мировым стандартом для операций, связанных с производными финансовыми инструментами.

Исламские трасты и фонды.  
Инвестиционный фонд не-

движимости (Real Estate Investment Trust, REIT) – это траст, который возникает в результате коллективного инвестирования с целью приобретения объектов недвижимости или ипотечных ценных бумаг. Данный вид инвестиционной деятельности очень востребован в традиционной экономике, в первую очередь потому, что недвижимость как актив является ликвидным инструментом. Если фонд занимается сдачей недвижимости в аренду, управлением, то такой траст называется долевым REIT. Ипотечные REIT – фонд, который выдает ссуды для ипотечных кредитов или приобретает ипотечные ценные бумаги. Доходы от такого вида REIT формируются за счет выплат по ссуде и ценным бумагам.

Сам инструмент имеет ряд преимуществ, таких как низкая подверженность инфляции, высокая ликвидность, отсутствие двойного налогообложения, низкая корреляция по сравнению с другими активами. Кроме того, для исламского финансового рынка данный инструмент является еще одной возможностью совершать трансграничные сделки.

Впервые документ, регламентирующий деятельность исламской версии инвестиционных фондов недвижимости, был издан в 2005 году Комис-

сией по ценным бумагам Малайзии. Каждый создаваемый фонд недвижимости, если он намеревается называться исламским i-REIT, должен иметь заключение шариатского комитета по каждому из приобретаемых объектов недвижимости или ипотечной ценной бумаги.

Понятие недвижимости носит диверсифицированный характер: это складские объекты, гостиничные комплексы, промышленные или медицинские. Наиболее развитым рынком исламского фонда недвижимости является Малайзия.

Необходимо отметить, что паи REITS торгуются на бирже, как обычные ценные бумаги вроде акций. Наличие в стране исламских инвестиционных фондов недвижимости, включенных в листинг фондовой бирже, позволят привлекать иностранные инвестиции со всего мира.

В Малайзии по состоянию на конец 2015 года имеется три исламских REIT, вошедшие в листинг биржи, и один полностью соответствующий Шариату REIT: Axis REIT (офисная и промышленная недвижимость), Al' Hadhara Boustead REIT (плантации), Al'-Akar KPJ REIT (медицинские объекты) и KLCC REIT (офисы, торговые центры, гостиницы), соответственно.

Сингапур, несмотря на то,

что законодательно исламские виды инвестиционных фондов недвижимости не регулируются, в 2010 году запустил крупнейший (по состоянию активов) фонд с листингом на сингапурской фондовой бирже. Траст именуется Sabana REIT и специализируется на промышленных активах. У траста имеется заключение международных шариатских ученых на предмет соответствия деятельности и объектов исламу праву [15].

#### Исламские фонды ETF

Exchange-traded funds (ETF) – это индексный фонд, в основе которого ценные бумаги, – акции – формирующие индекс той или иной отрасли или региона. Инвестиционные компании определяют ETF как депозитарный сертификат на портфель акций.

Первый ETF, запущенный на Американской фондовой бирже в 1993 году, давал возможность купить акции, входящие в индекс S&P. Спустя год после его появления ежедневный оборот бумаг фонда составил 250 000 штук, спустя 15 лет – 200 миллионов [13].

Для понимания такой категории как «исламский фонд ETF» необходимо еще раз отметить, что фонды ETF привязаны к определенному страновому или отраслевому индексу. И главное отличие

исламского ETF от традиционного будет заключаться в том, какой индекс стоит за фондом.

Исходя из этого, предпосылкой создания фондов ETF, которые облегчают вход на рынок капитала физическим лицам, стали основные фондовые индексы. Среди наиболее знаменитых индексов Dow Jones, NASDAQ, S&P500, FTSE, MSCI World.

Развитие исламской финансовой индустрии, исламского финансового рынка неизбежно отразилось на интересе к традиционным фондовым индексам. Ответом на запросы инвесторов, желающих инвестировать по канонам Шариата, стал первый исламский индекс, выпущенный в Бахрейне в 1999 году – Dow Jones Islamic Market Index (DJIM). Процесс разработки фондовых индексов запустил новые исламские правовые диспуты, а именно в части скрининга – или, иными словами, какие компания могут быть включены в индекс. Согласно требованиям, описанным в Шариатских стандартах №21 Организации бухгалтерского учета и аудита для исламских финансовых институтов AAOIFI, в работе над исламским индексом Dow Jones был привлечен Шариатский наблюдательный совет, руководивший вопросами создания методологии скрининга.

Аналогичным образом дей-



ствовали и создатели других исламских производных от фондовых индексов: FTSE Shariah Global Equity Index Series, MSCI World Islamic Index, EDBIZ-NASDAQ OMX Sharia Index Family, S&P 500 Shariah, Russell-IdealRatings Islamic Index, DSEX Shariah Index и многие другие.

В качестве примера того, как происходит скрининг раскрытым методологией расчета исламского индекса MSCI Global Islamic Indices.

В июне 2007 года Американское индексное агентство MSCI Barra запустила группу индексов, которые отвечают требованиям исламского права. Данная группа индексов была названа MSCI Global Islamic Indices. Название индекса связано с названием компании Morgan Stanley Capital International. Данная организация является дочерней компанией банка Morgan Stanley. Провайдером и оператором индекса является агентство MSCI Barra, образованное в 2004 году компаниями MSCI и Barra

В нее входят:

– MSCI Emerging Markets Islamic UCITS ETF (название индекса – Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities – открытые инвестиционные фонды, созданные в соответствии

со стандартом качества Европейского Союза);

– MSCI World Islamic UCITS ETF;

– MSCI USA Islamic UCITS ETF.

Уровни индекса служат показателем глобального состояния рынка акций. На сегодняшний день, в семейство MSCI Global Islamic Indices включены ряд ценных бумаг компаний более 70 стран – развитых, развивающихся и формирующихся рынков.

Данная исламская серия индексов следует Шариатским принципам инвестирования. Сам глобальный исламский индекс построен на традиционном индексе MSCI Equity Index, исключая из портфеля ценные бумаги, признанные несоответствующими на основании методологии, разработанной Шариатским консультационным комитетом – MSCI Islamic Index Series Methodology (Методология серии исламских индексов MSCI).

К разработке данной методологии компания MSCI Barra привлекла независимых шариатских ученых из шариатского надзора компании Дар аль Истисмар Лимитед (Dar Al Istithmar Limited, далее – «ДИЛ»).

Согласно методологии, компании, включенные в исламский индекс и считающиеся

дозволенными для инвестирования, избираются на основании двух критериев: операционная деятельность (1) и финансовые показатели (2). В случае если финансовая информация о компании не позволяет сделать заключение о ее дозволенности или недозволенности, или не имеется в достаточном количестве, то ценные бумаги данной компании исключаются и индекса.

Контроль за расчет и дальнейший аудит компаний, которые входят в исламский индекс, лежит на независимых Шариатских экспертах компании «ДИЛ» – наиболее уважаемые на международном уровне выдающиеся ученые, занятых в сфере исламских финансов.

Методология основана на «скрининге», то есть аудите бизнес деятельности компаний. Шариатские инвестиционные принципы запрещают инвестирование в компании, доход которых на 100% напрямую или более чем на 5% связан со следующими видам деятельности:

– Алкоголь: дистилляторы, виноделы и производители алкогольных напитков, в том числе производители пива и солодового ликера, владельцы и операторы баров и пабов.

– Табак сигареты и другие табачные изделия (производители и продавцы).

– Свинина и сопутствующие товары: компании, участвующие в производстве и розничной продаже продукции из свинины.

– Традиционные финансовые услуги: коммерческие банки, участвующие в розничном бизнесе, корпоративное кредитование, инвестиционная деятельность банков; компании, участвующие в ипотеке и предоставлении ипотечных услуг, поставщики финансовых услуг, включая страхование, рынки капитала и финансов; специализированные кредитные учреждения; биржевые акции, биржи; потребители финансовых услуг: индивидуальные кредиты, кредитные карты, лизинговое финансирование, денежные услуги, связанные с поездками, и ломбарды; финансовые учреждения, которые занимаются управлением инвестициями, и предоставляют платные услуги по хранению ценных бумаг, взаимные фонды, закрытые фонды и паевые инвестиционные фонды; финансовые учреждения, занимающиеся инвестиционно-банковскими и брокерскими услугами, в том числе осуществляющие андеррайтинг собственных и заемных средств, слияния и поглощения; кредитование по ценным бумагам и консультативные услуги; услуги страхования и перестрахование,

компании, предоставляющие возмещение по имуществу, возмещение при аварии, жизни, инвалидности, или дополнительное медицинское страхование.

– Защита/Оружие: производители военной аэрокосмической и оборонной техники, запасных частей или продуктов, в том числе оборонной электроники и космической техники.

– Азартные игры/Казино: владельцы и операторы казино и игровых объектов, в том числе лотерейные компании, пари.

– Музыка: производители и дистрибьюторы музыкальной продукции, владельцы и операторы систем радиовещания.

– Отели: владельцы и операторы гостиниц.

– Кино: компании, занимающиеся производством, распределением и прокатом кино и телевидения, владельцы и операторы систем телевизионного вещания, и поставщики кабельных или спутниковых телевизионных услуг.

– Развлечения для взрослых: владельцы и операторы взрослых развлекательных продуктов и видов деятельности.

### Финансовый контроль

Инвестиционные принципы Шариата не позволяют инвестировать в компании, значительный доход которых полу-

чен от ссудного процента или компании, которые используют чрезмерное «кредитное плечо». Для проверки таких компаний, в MSCI делается «скрининг» следующих трех финансовых показателей:

– Суммарные обязательства к суммарным активам;

– Сумма денежных средства компании и процентных ценных бумаг к суммарным активам;

– Сумма дебиторской задолженности компании и денежных средств к суммарным активам.

Ни один из указанных финансовых коэффициентов не может превышать 33,33%. Ценные бумаги, выпущенные такими компаниями, будут рассматриваться как несоответствующие шариатским принципам, если хотя бы один из коэффициентов превысит 33,33%.

Для того чтобы уменьшить влияние финансового контроля на индекс, используется порог в 30% для включения новых компаний в исламский индекс. То есть, ценные бумаги, которые пока не включены в MSCI Islamic Indexes, будут считаться соответствующими шариату, только если ни один финансовый коэффициент не превысит порога в 30%.

### Очищение дивидендов

Если компания получает часть общего дохода от про-

центных доходов и/или запрещенных видов деятельности, в таком случае инвестиционные принципы Шариата предписывают вычитать данную долю из дивидендов, выплачиваемых акционерам и направлять их на благотворительность.

их на благотворительность.

В индексе MSCI применяется «поправочный фактор» для дивидендов. Такой фактор определяется, как:

(Общая сумма дохода – (доход от запрещенных видов деятельности + процентный доход)) / Общая сумма дохода.

В этой формуле, общий доход определяется как валовой доход, а процентный доход определяется как ссудный процент от основного вида деятельности и ссудный процент «вне вида деятельности». Ежегодно «поправочный коэффициент» данного индекса проходит обзор.

Подобная процедура обязательна для всех индексов, которые позиционируют себя «исламскими». Методология скрининга может различаться в зависимости от стран, привлекаемых Шариатских ученых и стандартов, на которых основываются разработчики индекса.

Исламские ETF фонды, соответственно, привязаны к исламскому основному индексу и управляются на основании правил и принципов Шариата. За работой исламских ETF фондов также следят учрежденные для этих целей Шариатские комитеты. Правоведы проводят ежегодный аудит фондов и дают заключение на соответствие принципам Шариата.

На конец 2014 года на мировом рынке было представлено 27 исламских фондов ETF, 97% из которых предоставляют возможность инвестирования в драгоценные металлы, а остальные 3% отслеживают индексы. Общая стоимость активов исламских ETF составляет менее 1% от общей стоимости всех ETF, рынок которого составляет 2,3 триллиона долларов США.

### Литература:

1. Беккин Р.И. Исламское финансовое право и его роль в регулировании исламских финансов // Ученые записки Казанского Ун-та, серия: Гуманитарные науки, том 155, кн.3, ч.2, 2013. – с.112-143.
2. Берзон Н.И. Рынок ценных бумаг, 3-е изд., пер. и доп. Учебник для бакалавров. – М.: Изд-во Юрайт, 2013. – 537 с.
3. Никитина Т.В., Репета-Турсунова А.В. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учебное пособие. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2014. – 115 с.
4. Developing Inclusive and Sustainable Economic and Financial Systems, Volume 5: Financial Stability and Risk Management in Islamic Financial Institutions, Publisher: Bloomsbury Qatar Foundation Journals.
5. Официальный сайт организации Исламский межбанковский денежный рынок <http://iimm.bnm.gov.my/>
6. Официальный сайт организации Международная исламская корпорация по управлению ликвидностью <http://www.iilm.com/>
7. Официальный сайт организации Международный исламский финансовый рынок <http://www.iifm.net/>
8. IFSB Guiding principles on governing for Islamic collective investment schemes, <http://www.ifsb.org/standard/ifsb6.pdf>.
9. Disclosure requirements for Islamic capital market products, Islamic Financial Services Board International Organization of Securities Commissions Securities Commission Malaysia, 2013, <http://www.ifsb.org/docs/Disclosure%20Requirements%20for%20ICM%20Products-final%2017102013.pdf>.
10. MSCI Islamic Index Series Methodology, April 2015, [https://www.msci.com/eqb/methodology/meth\\_docs/MSCI\\_April15\\_Islamic\\_Indexes\\_Methodology.pdf](https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_April15_Islamic_Indexes_Methodology.pdf).
11. Report of the Islamic capital market task force of the international organization of securities commission, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD170.pdf>.
12. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-10-21/etfs-lag-2-3-trillion-market-as-options-scarce-islamic-finance>
13. <http://www.forbes.ru/column/46533-etf-na-lyuboi-vkus>
14. <http://www.gulfbase.com/news/iilm-issues-860m-sukuk-on-weak-order-book/283778>
15. <http://www.sabana-reit.com/>