

УДК 336.76

РАЗВИТИЕ МИРОВОГО РЫНКА ИСЛАМСКИХ ОБЛИГАЦИЙ СУКУК

Ж.И. Герзелиева

Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова, Москва, email: Gerzelieva.ZI@rea.ru

***Аннотация.** В статье проведено исследование мирового рынка исламских облигаций сукук. Представлены и выявлены особенности сукук. Описаны отличия сукук от традиционных облигаций. Проанализированы показатели развития рынка сукук в целом и по отдельным странам. Определены риски и актуальные проблемы, связанные с данным способом финансирования.*

***Ключевые слова:** сукук, партнерское финансирование, инвестор, риск, облигация.*

DEVELOPMENT OF THE GLOBAL ISLAMIC SUKUK BOND MARKET

Zh.I. Gerzelieva

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, email: Gerzelieva.ZI@rea.ru

***Abstract.** The article provides a study of the global market of Islamic sukuk bonds. The features of sukuk are presented and revealed. The differences between sukuk and traditional forms are described. The indicators of the sukuk market development in general and in individual countries are analyzed. The risks and current problems associated with this method of financing have been identified.*

***Keywords:** sukuk, partner financing, investor, risk, bond.*

Дата поступления статьи в редакцию: 16.02.2026

Дата принятия статьи в печать: 03.04.2026

Введение

За последние десять лет исламские финансовые услуги пережили существенное расширение, охватившее такие направления, как исламское банковское дело, выпуск сукук, формирование шариатских фондовых индексов и создание исламских биржевых фондов. Учитывая возрастающую потребность в финансовых продуктах, соответствующих этическим нормам и нормам шариата, сукук зарекомендовали себя как ключевой механизм привлечения капитала, полностью соответствующий принципам исламского права. Их привлекательность выходит за рамки инвесторов, строго следующих шариату, охватывая также более широкую аудиторию этических инвесторов, заинтересованных в активах, обеспеченных реальными ценностями, и социально ответственных инвестиционных решениях.

Сукук, множественное от арабского термина «Сакк», сегодня широко называют «исламскими облигациями». Это сертификаты равной стоимости, представляющие собой неделимые доли владения материальными активами, правами пользования, услугами конкретных проектов или специальной инвестиционной деятельности [9]. В противоположность этому, традиционные облигации являются долговыми инструментами, где эмитент несет обязательство перед держателем. Сукук же, выступая в качестве подтверждения инвестиционного владения, предоставляют возможность получать доходы от базовых активов. При этом сукук не только минимизируют риски, но и способствуют социальной справедливости, уменьшая зависимость государств от банковских займов (как внутренних, так и внешних) путем сокращения долговой нагрузки [2].

Цель исследования

Однако, несмотря на свой потенциал и рост, рынок сукук сталкивается с рядом препятствий, мешающих его полному развитию. Среди них – отсутствие единых стандартов касательно структуры сукук, несогласованность законодательства, проблемы с ликвидностью и восприятием инвесторами. Непоследовательность в оформлении документов и толковании норм шариата ограничивает вторичный рынок, создает неопределенность и повышает стоимость выпуска. Основными барьерами для расширения рынка сукук являются также инвестиционные риски, отсутствие четких показателей эффективности, высокие транзакционные издержки, непредсказуемая доходность, ограниченное предложение исламских облигаций и недостаток доверия инвесторов. Таким образом, с учетом запуска в России эксперимента по применению ислам-

ского финансируемая особую актуальность представляет проведение исследования развития мирового рынка сукук с акцентом на его возможностях и проблемах.

Материал и методы исследования

Согласно определению Совета по исламским финансовым услугам, сукук представляет собой сертификаты, удостоверяющие долю владения в реальных, соответствующих шариату активах или коммерческих предприятиях. Его гибридная природа, сочетающая черты облигаций и акций, обусловлена владением активами, что обеспечивает стабильные дивиденды или доходность и отражает аспекты собственности.

Организация по бухгалтерскому учету и аудиту исламских финансовых институтов (AAOIFI) выделяет несколько видов сукук, основанных на различных договорных принципах. Наиболее распространены сукук Иджара, представляющие собой сделки аренды с последующим выкупом, где инвесторы владеют активами, сдаваемыми в аренду заемщикам, часто для финансирования проектов. Другие типы включают сукук Мурабаха (покупка товаров), сукук Мушарака (совместное предприятие с разделением прибыли), а также сукук Салам, Истисна, Вакала, Музара и Мусака, каждый из которых имеет свои специфические цели. Эмитентами сукук могут выступать государства, корпорации и финансовые учреждения. Привлеченные средства направляются на реализацию широкого спектра проектов в сфере инфраструктуры, недвижимости и бизнеса, способствуя экономическому росту при соблюдении этических принципов.

Привлекательность инвестиций в сукук определяется рядом ключевых особенностей.

1. Сукук является доступным финансовым инструментом для мусульман, ищущих финансовые возможности в рамках своих религиозных принципов, так как соответствует нормам шариата. За счет этого расширяется круг инвесторов и увеличивается приток капитала, а также снижение затрат на привлечение средств для компаний. Соответствие шариату означает соблюдение этических стандартов, что делает сукук интересными для тех инвесторов, кто придерживается принципов этичного и социально ответственного инвестирования. Следовательно, этические аспекты сукук повышают их глобальную привлекательность.

2. Сукук предоставляют широкие возможности для диверсификации инвестиционных портфелей. Их структура, основанная на реальных активах, так как недвижимость, инфраструктура или бизнес-проекты, позволяет эффективно распределять инвестиции по различным секторам, отраслям и регионам, значительно снижая общий риск портфеля. Ключевое преимущество сукук перед традиционными облигациями заключается в том, что их доходность напрямую зависит от прибыльности этих базовых активов, а не от колебаний процентных ставок. Независимость от ситуации на финансовых рынках, где обращаются традиционные инструменты, обеспечивает интерес инвесторов к сукук [6]. В периоды рыночной волатильности они могут быть использованы для оптимизации доходности инвестиционного портфеля. Так, в 2024 году компании активно использовали повышение общемировой ликвидности, вызванное смягчением денежно-кредитной политики центральных банков, что привело к увеличению выпуска сукук, номинированных в иностранной валюте на 29%. Данный рост свидетельствует о усилении роли сукук в получении дополнительных выгод из благоприятных рыночных условий [8].

3. Сукук стимулируют экономический рост, в частности в развивающихся странах и странах Персидского залива. Их основа на реальных активах позволяет финансировать крупные инфраструктурные и социально важные проекты по исламским нормам [2]. Следствием становится рост экономики и улучшение качества жизни через инвестиции в возобновляемую энергетику, сельское хозяйство, медицину и инфраструктуру, полностью соответствующие принципам устойчивого развития и ответственного инвестирования [10].

Так, в 2020 году, чтобы привлечь средства для пакета стимулирующих мер в период Covid-19, правительство Малайзии выпустило два долгосрочных суверенных сукука на сумму 943 млн долл. США. А в августе 2020 года был запущен розничный долговой инструмент сукук Прихатин, призванный привлечь общественность к участию в национальных мерах по борьбе с Covid-19 и сократить расходы на восстановление. С помощью сукук правительство предполагало собрать 115 млн долл. США, которые затем были бы направлены в фонд борьбы с Covid-19 для поддержки трех целевых инициатив: финансирование медицинских расходов, связанных с Covid-19, обеспечение финансовой поддержки малому и среднему бизнесу, а также развитие цифровой инклюзии для школьников в сельской местности.

4. Развитие рынка сукук способствует интеграции исламских финансов в мировую систему, предлагая диверсификацию инвестиций и снижение зависимости от традиционных инструментов. По мере роста понимания их преимуществ, сукук станут ключевым источником финансирования для устойчивых проектов и решения глобальных экономических задач. В 2024 году на рынок сукук также вышли новые страны, включая Ирландию, Норвегию, Финляндию, Южную Африку, Казахстан и Россию, что говорит о растущей глобальной привлекательности инструментов сукук [13].

Несмотря на положительную динамику развития, рынок сукук сталкивается с рядом серьезных препятствий, которые могут затормозить его развитие и усложнить взаимодействие между участниками [11]. Так, процесс создания сукук, соответствующих нормам шариата, является довольно сложным. Он требует одобрения исламских специалистов, которые тщательно оценивают соответствие сукук исламским принципам. Привлечение этих экспертов, а также необходимость разработки финансовых инструментов, которые реально отражают экономическую деятельность и владение активами (согласно требованиям шариата), делают процесс структурирования более трудоёмким и затратным по сравнению с традиционными облигациями. Кроме того, сукук должны быть обеспечены материальными активами, что накладывает на эмитентов обязанность по их идентификации и управлению. Это добавляет дополнительный уровень сложности, ограничивает гибкость предлагаемых финансовых продуктов и увеличивает логистические и юридические трудности, связанные с выпуском и управлением сукук.

Особой проблемой является то, что исламские финансовые инструменты, включая сукук, строятся на принципах шариата, которые могут быть истолкованы по-разному исламскими учеными в различных правовых системах. Разные подходы к созданию сукук приводят к тому, что они сильно отличаются друг от друга. Из-за этого инвесторам сложно сравнивать разные предложения, а компаниям-эмитентам — делать свои продукты одинаковыми для разных стран. Проблема усугубляется тем, что в исламских финансах на данный момент нет единых общепринятых правил, поэтому каждая страна имеет возможность разрабатывать свои собственные нормы для выпуска и торговли сукук. Такая разрозненность может отпугивать как международных инвесторов, так и эмитентов, тем самым сдерживая развитие рынка и трансграничное движение исламского капитала [12].

Главное отличие сукук от традиционных облигаций заключается в их соответствии шариату [8]. Сукук не платят фиксированных процентов, запрещают определённые виды сделок и приносят доход от инвестиций, соответствующих исламским нормам, в отличие от процентных выплат по облигациям [6]. При выпуске сукук создаётся структура, где владение активами и управление ими разделены, а держатели сукук получают долю прибыли, а не проценты. Хотя по сути они выполняют схожие функции, сукук и облигации основаны на разных принципах, причём сукук являются беспроцентной альтернативой, соответствующей шариату. Сукук предлагают более низкие риски и экономически выгодные варианты финансирования, а их доходность зависит от базовых контрактов и владения активами. В соответствии с шариатом, торговля сукук подразумевает передачу права собственности на активы, а не обмен долговыми обязательствами, что подчёркивает их уникальность по сравнению с традиционными облигациями.

Результаты исследования

За последнее десятилетие на рынках сукук наблюдался глобальный экспоненциальный рост, обусловленный как суверенными, так и корпоративными выпусками на Ближнем Востоке, в Юго-Восточной Азии и, во все большей степени, в некоторых частях Африки [1]. Только в 2024 году общий объем эмиссии сукук по всему миру составил почти 200 млрд долл. США (рисунок 1). Ожидается, что в 2025 году объем мировой эмиссии сукук достигнет примерно 190–200 млрд долл. США, а объем эмиссии в иностранной валюте составит от 70 до 80 млрд долл. США.

Ведущие исламские финансовые юрисдикции, такие как Малайзия, Индонезия, ОАЭ и Саудовская Аравия, перешли к более динамичным и тематически ориентированным продуктам сукук, включая розничные сукук, «зеленые» сукук и инструменты, связанные с устойчивым развитием, при поддержке гибкой нормативно-правовой базы и политики, поощряющей рыночные инновации.

В течение последнего десятилетия на мировом рынке сукук наблюдался устойчивый рост, обусловленный возросшим спросом на инвестиционные инструменты, соответствующие эти-

ческим нормам и шариату, растущими потребностями в финансировании инфраструктуры и целенаправленными усилиями стран с исламским большинством по расширению своих внутренних рынков капитала [11].

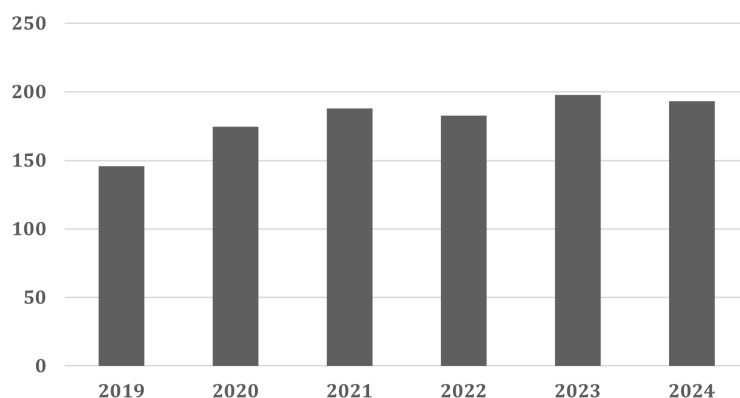


Рис. 1. Ежегодный объем эмиссии сукук, млрд долл. США

Так, объем эмиссии сукук в 2024 году составил 193,4 млрд. долл. США, что немного меньше, чем 197,8 млрд долл. США в 2023 году. Однако заметным событием стало увеличение на 29% номинированных в иностранной валюте сукук, которые к концу 2024 года достигли 72,7 млрд долл. США. [5] Основной вклад в этот рост внесли эмитенты из Малайзии, стран Персидского залива во главе с Саудовской Аравией и Индонезией (рисунок 2).

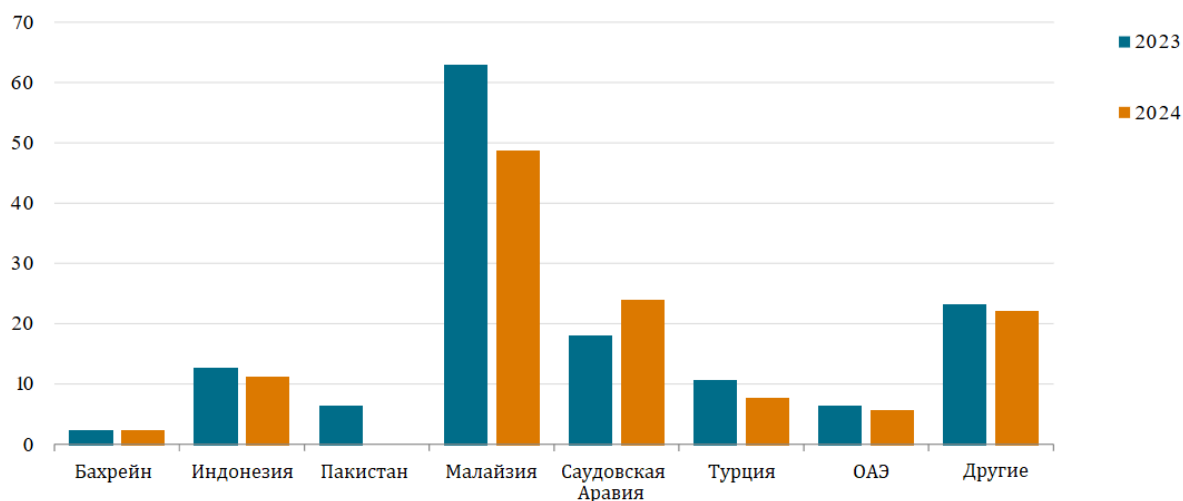


Рис. 2. Объемы эмиссии сукук, номинированных в национальной валюте стран-эмитентов, млрд. долл. США

Эмитенты все чаще используют трансграничные сукук для привлечения большего объема капитала и повышения ликвидности. Об этом свидетельствует рост номинированных в долларах сукук, который к 30 июня 2024 года достиг 32,7 млрд долл. США по сравнению с 26,4 млрд долл. США годом ранее. Рост объемов сукук, номинированных в долларах, особенно в странах Персидского залива, сделал эти инструменты более доступными для глобальных инвесторов, а листинг на таких платформах, как Nasdaq Dubai, Лондонская фондовая биржа и Малайзийская биржа, повышает глобальную узнаваемость, ликвидность и охват инвесторов.

Участие государства стало основным фактором расширения рынка сукук. На Ближнем Востоке и в Юго-Восточной Азии правительства все чаще выпускают сукук для финансирования крупномасштабных проектов в области государственной инфраструктуры. Программа Саудовской Аравии «Видение 2030» стала катализатором неоднократных выпусков суверенных сукук, что вызвало рост интереса со стороны внутренних и международных инвесторов. В мае 2024 года Саудовская Аравия успешно осуществила выпуск сукук тремя траншами на сумму 5 млрд долл. США, привлечший большой интерес инвесторов.

Индонезия неизменно лидирует в сфере инновационных выпусков сукук. В июне 2021 года она выпустила сукук на сумму 30 млрд долл. США, включая транш «зеленых» сукук, который рекламировался как первый в мире «зеленый» сукук сроком на 30 лет. Исламский банк развития также выпустил крупнейшую на тот момент публичную эмиссию сукук в долларах США на сумму 2,5 млрд долл. США.

В Нигерии сукук федерального правительства и правительств штатов становится важным финансовым инструментом. Объем выпуска облигаций федеральным правительством вырос с 612 млрд найр в 2021 году до 742 млрд найр в 2022 году и 1,09 трлн найр в 2023 году, что отражает растущее доверие к сукук как надежному механизму финансирования инфраструктуры как на федеральном, так и на субнациональном уровнях. Круг инвесторов сукук расширился за пределы традиционных институциональных и состоятельных индивидуальных инвесторов, соблюдающих шариат, и включает в себя растущий сегмент розничной торговли.

Малайзия демонстрирует аналогичную тенденцию, внедряя сукук в розничные исламские паевые инвестиционные фонды и способствуя прямому участию розничной торговли через такие платформы, как биржевые облигации и сукук Малайзийской биржи (ETBS) [12].

Сукук, связанные с экологией, социальной сферой и управлением (ESG), также открыли рынок для нового класса инвесторов. Такой интерес можно объяснить тем, что принципы ESG соответствуют этическим основам исламского финансирования [10]. В 2024 году выпуск сукук ESG вырос на 14% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составил 15,2 млрд долл. США.

Заключение

Таким образом, внедрение новых классов активов и структур при оформлении выпуска сукук внесло значительный вклад в его рост в последние годы. Появились такие выпуски сукук, как «зеленые» сукук, сукук для устойчивого развития и сукук ESG. Несмотря на то, что эти виды сукук иногда используются как взаимозаменяемые, они имеют различную направленность. В совокупности эти инструменты расширили спектр инструментов, доступных эмитентам и инвесторам, что позволило привести их в соответствие как с законами шариата, так и с глобальными стандартами устойчивого развития [4, 14]. В 2024 году на долю устойчивых сукук приходилось около 25-30% всех устойчивых выпусков на Ближнем Востоке. Эти инновации не только привлекают инвесторов, но и помогают реализовывать национальные и международные цели в области устойчивого развития.

Развитие нормативно-правовой базы сыграло важную роль в укреплении доверия инвесторов и снижении правовой неопределенности. Так, Комиссия по ценным бумагам Малайзии разработала специальные положения и руководства для розничной торговли сукук, улучшив доступность рынка и управление им [7]. Выпуск индонезийских сукук первоначально регулировался существующими традиционными финансовыми правилами. Однако позже было принято специальное законодательство, в частности, Закон № 19 от 2008 года о государственных шариатских ценных бумагах, который называют «Законом о сукук». Далее в августе 2008 года Индонезия выпустила свой первый суверенный сукук, используя структуру Иджара. В то время как у суверенных сукук после 2008 года был четкий путь регулирования, у корпоративных сукук отсутствовали конкретные руководящие принципы, пока 10 ноября 2015 года Управление по финансовым услугам Малайзии не издало Постановление № 18/POJK.04/2015.

Кроме того, возросла роль органов, устанавливающих стандарты, таких как Организация бухгалтерского учета и аудита исламских финансовых учреждений (AAOIFI) и Совет по исламским финансовым услугам (IFSB), особенно по мере того, как рынки стремятся к сближению передовых практик. Недавно AAOIFI провела несколько публичных слушаний по шариатскому стандарту б2, чтобы обеспечить более строгое соответствие выпуска сукук основным принципам исламского финансирования во всем мире, а также устранить сохраняющиеся неясности и практику, которые со временем размывают границы между сукук и обычными долговыми инструментами, основанными на процентах. Если стандарт будет принят в том виде, в котором он представлен, он может изменить природу сукук как инструмента, подвергнуть инвесторов более высоким рискам и усилить фрагментацию рынка.

Предстоящие изменения в структуре сукук предполагают усиление роли базовых активов в противовес обязательств спонсоров и это может существенно изменить рынок по следующим направлениям:

- снижение конкурентоспособности сукук в связи с удорожанием выпуска по сравнению с выпуском традиционных облигаций из-за дополнительных затрат на регистрацию и передачу активов;
- появление новых рисков, связанных непосредственно с активами, включая риск их изъятия или национализации, а также риск падения рыночной стоимости;
- юридические препятствия, например, для иностранных инвесторов, не имеющих права владеть активами;
- предложение о регулировании сукук шариатом вместо привычного английского права может серьезно ослабить рынок.

Таким образом, развитие рынка сукук несет в себе как значительные перспективы, так и серьезные вызовы. Сукук предоставляет новые возможности для инвесторов и эмитентов, являясь альтернативным традиционным облигациям инструментом и новым источником финансирования. Однако сложности в регулировании, проблемы с ликвидностью и общим восприятием рынком требуют поступательного решения. Для того, чтобы рынок сукук мог полноценно развиваться, необходимо активное и скоординированное взаимодействие между регуляторами, участниками рынка и всеми заинтересованными сторонами.

Литература

1. Барлыбаев А.А., Ахметшин Ш.В. Зарубежный и отечественный опыт развития рынка исламских ценных бумаг сукук // Финансовые рынки и банки. 2025. № 1. С. 98-102. EDN: HWYUEW.
2. Бисултанова А.А. Сукук как финансирование по принципам шариата // Экономика и бизнес: теория и практика. 2024. № 6-1(112). С. 82-85. DOI: 10.24412/2411-0450-2024-6-1-82-85 EDN: QWDBZL.
3. Витязева А.А. Исламское финансирование как драйвер зеленой экономики на Ближнем Востоке: синергия принципов и стратегические перспективы // Экономика и управление: проблемы, решения. 2025. Т. 12, № 10(163). С. 86-93. DOI: 10.36871/ek.ur.p.r.2025.10.12.010 EDN: CGSTFF.
4. Гордиенко М.С. Международный опыт развития партнерского финансирования // Вестник Московского университета МВД России. 2025. № 4. С. 173-178. DOI: 10.24412/2073-0454-2025-4-173-178 EDN: DTVONL.
5. Демильханова Б.А. Современные тенденции развития мирового рынка облигаций сукук // Тенденции развития науки и образования. 2025. № 122-2. С. 55-59. EDN: CDTYJM.
6. Дерзаева Г.Г. Сукук: инструмент партнерского финансирования как альтернатива глобальному рынку // Вестник МИРБИС. 2025. № 2(42). С. 242-249. DOI: 10.25634/MIRBIS.2025.2.28 EDN: ZIVSEL.
7. Джауида Б., Чафия К. Анализ реальности и важности выпуска исламских сукук в Малайзии // Вестник университета. 2023. № 9. С. 185-199. DOI: 10.26425/1816-4277-2023-9-185-199 EDN: JYKIFT.
8. Турсунов Б.Б., Посная Е.А., Юрченко Н.В. и др. Исламские финансы как инструмент устойчивого развития: перспективы интеграции в глобальную финансовую систему // Вектор экономики. 2025. № 9(111). EDN: SEDDOI.
9. Нагимова А.З. Исламские рынки капитала: пример сукук // Мировая экономика и международные отношения. 2023. Т. 67, № 4. С. 81-91. DOI: 10.20542/0131-2227-2023-67-4-81-91 EDN: MLPQRO.
10. Сулейманова Ш.А., Абдухакимова А.Х.К. Зелёные сукуки: новая форма устойчивого финансирования в Узбекистане // К новой экономике, педагогике и технологиям. 2025. Т. 1, № 2. С. 103-110. DOI: 10.5281/zenodo.15595112 EDN: VBFZVE.
11. Церцейл Ю.С. Перспективы развития инструментов партнерского финансирования на примере облигаций «сукук» // Вестник Московского университета МВД России. 2025. № 4. С. 241-246. DOI: 10.24412/2073-0454-2025-4-241-246 EDN: OTHZHS.
12. Чигринская А.П. Мировой рынок сукук: анализ текущего состояния и особенностей развития // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Экономика. 2025. Т. 33, № 2. С. 258-269. DOI: 10.22363/2313-2329-2025-33-2-258-269 EDN: BBXZTR.
13. Global Sukuk Market Review. [Электронный ресурс]. URL: <https://cbonds.com/comments/569503> (дата обращения 25.01.2026).
14. Vlasova Y.A., Rogova T.M., Ivolgina N.V. et al. Green Bonds: Peculiarities and Directions of Development // Strategies and Trends in Organizational and Project Management, Rostov-on-Don, 19-20 мая 2021 года / Editors: Pavel V. Trifonov, Marina V. Charaeva. Rostov-on-Don: Springer Nature, 2022. P. 545-551. DOI: 10.1007/978-3-030-94245-8_74 EDN: IPWWUU.