

# VU Research Portal

## Essays on Shariah Compliant Stocks

Hayat, R.

2015

### **document version**

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

### **citation for published version (APA)**

Hayat, R. (2015). *Essays on Shariah Compliant Stocks*. [PhD-Thesis - Research and graduation internal, Vrije Universiteit Amsterdam]. VU University.

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

### **E-mail address:**

[vuresearchportal.ub@vu.nl](mailto:vuresearchportal.ub@vu.nl)

## Samenvatting (Summary in Dutch)

De Islam beperkt de mogelijkheden voor Moslims om te beleggen in aandelen. Zij kunnen namelijk alleen in zogenoemde *Shariah compliant* aandelen beleggen (hierna, Islamitische aandelen). Deze aandelen moeten aan bepaalde financiële en niet financiële criteria voldoen om als Islamitisch gemerkt te worden. In deze zin, kan “Islamitisch” als een label worden gezien. Dit proefschrift gaat over dit label. Specifiek wil ik de vraag beantwoorden of een Islamitische label voor beursgenoteerde bedrijven aangeeft dat ze anders zijn dan beursgenoteerde bedrijven zonder een dergelijk label.

Deze vraag is interessant omdat Islamitisch financieren (waarvan Islamitische aandelen een deelverzameling zijn) de afgelopen 10 jaar met dubbele cijfers groeit en voorstanders van deze industrie beargumenteren dat het een beter alternatief is voor het huidige financiële systeem. Het argument gaat dat, omdat Islam vermijding van schuld en het nemen van excessief risico preekt, de recente financiële crisis voorkomen (of tenminste gemitigeerd) had kunnen worden als het was gebaseerd op Islamitische principes. Dit zou heel goed waar kunnen zijn, maar in de praktijk neigt Islamitisch financieren erg op conventioneel financieren te lijken.

In dit proefschrift laat ik zien dat deze gelijkensis nog sterker is voor Islamitische aandelen. Met andere woorden, een Islamitische label voor aandelen heeft geen betekenis, althans geen financiële betekenis. Dit betekent niet dat het geen waarde heeft. Moslims zouden heel goed waarde kunnen hechten aan beleggen volgens hun geloof, zoals andere ethisch gezinde beleggers waarde hechten aan beleggen in duurzame bedrijven. Wat ik beargumenteer is dat Moslims geen extra financieel voordeel (nog nadeel!) moeten verwachten van beleggen in Islamitische aandelen.

Dit argument is gebaseerd op de bevindingen van een aantal studies, die in dit proefschrift als hoofdstukken zijn opgenomen. In Hoofdstuk 2 beschrijf ik kort de industrie van het Islamitisch financieren en laat zien dat Islamitisch financieren in het algemeen en beleggen in Islamitische aandelen specifiek inderdaad een sterke groei heeft laten zien, het laatste 28% per jaar in de

afgelopen 17 jaar. De literatuur geeft aan dat voor Islamitisch financieren in het algemeen, de groei gedreven is door de omvang, groei, vermogen en koopkracht van Moslims. Voor beleggen in Islamitische aandelen (Islamitisch beleggen) specifiek is er veel minder literatuur. Maar ik betoog dat duurzaam beleggen (*Socially Responsible Investing*, SRI) wellicht wat inzicht kan bieden.

Om dit te doen, laat ik eerst zien dat SRI en Islamitisch beleggen aan elkaar verwant zijn. Namelijk, als SRI wordt gedefinieerd volgens de definitie van Eurosif (2014), dan kan beleggen in Islamitische aandelen gezien worden als een deelverzameling van SRI. Specifiek, SRI dat bepaalde sectoren/bedrijven uitsluit van haar beleggingsuniversum op ethische/morele gronden. Dit is precies wat Islamitisch beleggen doet, hoewel wat moreel acceptabel is soms verschilt met SRI (bijvoorbeeld bedrijven die varkensvlees produceren of verkopen).

Gegeven hun verwantschap, beschrijf ik de literatuur over de groei van zowel SRI als Islamitisch beleggen. Deze groei wordt meestal gemeten door de groei van SRI beleggingsfondsen en fondsen die beleggen in Islamitische aandelen. Uit de literatuur maak ik op dat de factoren die deze groei verklaren grofweg geclassificeerd kunnen worden in micro factoren en macro factoren.

Wat betreft de micro factoren lijkt de groei van SRI beleggingsfondsen gedreven te zijn door hun rendementen, leeftijd, risicogehalte en beheersvergoedingen (Renneboog et al., 2011) en dit lijkt niet te verschillen voor Islamitische beleggingsfondsen (Marzuki en Worthington, 2011). Grofweg kan gesteld worden dat beide type beleggingsfondsen die betere historische rendementen hebben en jonger zijn, meer geld aantrekken. Beheersvergoedingen, omvang en risicogehalte beïnvloeden ook de groei van beide type beleggingsfondsen maar het is minder helder of het effect voor beiden in dezelfde richting is.

Wat betreft de macro factoren betreft lijkt de groei van SRI beleggingsfondsen gedreven te zijn door verschillen tussen landen in cultuur, de omvang van de pensioen fonds sector, economische openheid en de fiscale omgeving (Scholtens, 2005; Scholtens en Dam, 2007; en Scholtens en Sievänen, 2013). Wat specifiek, landen met (i) een cultuur van lage mannelijkheid en een hoge

aversie voor onzekerheid (zie Hofstede 1980 en 1991), (ii) een grote pensioen fonds sector en (iii) een open economie (in termen van handel) neigen meer aan SRI te doen dan landen zonder deze kenmerken. Dit zou ook zo kunnen zijn voor Islamitisch beleggen. Als een hele ruwe indicatie: de drie landen waar de meeste islamitische beleggingsfondsen zijn gehuisvest lijken deze kenmerken inderdaad te hebben. Echter, er is meer data en statistische analyse nodig om te kunnen concluderen dat deze factoren daadwerkelijk de groei van Islamitisch beleggen in deze landen hebben beïnvloed. Dit is een interessant onderwerp voor verder onderzoek.

Hoofdstuk 3 vergelijkt het risico en de rendementen van de Islamitische aandelenmarkt met de conventionele aandelenmarkt. Specifiek, analyseert het de rendementsdistributies van Islamitische en conventionele aandeelindices en laat zien dat deze vergelijkbaar zijn. Grofweg renderen Islamitische aandelen beter tijdens een neergaande markt en slechter tijdens een opgaande markt, maar niet significant anders over de lange termijn, noch lijken ze minder riskant te zijn dan conventionele aandelen. Dit is nog steeds goed nieuws voor Moslims want het betekent dat ze geen rendement hoeven op te geven of extra risico te dragen om volgens hun geloof te beleggen.

Helaas kan hetzelfde niet gezegd worden over de beleggingsfondsen die daadwerkelijk in deze Islamitische aandelen beleggen (zogenoeten *Islamic Equity Funds*, IEFs). Namelijk, Hoofdstuk 4 analyseert het rendement van deze IEFs en laat zien dat ze niet beter renderen dan conventionele noch Islamitische aandeelindices. Tijdens de financiële crisis van 2008/2009 renderen deze IEFs zelfs significant slechter dan zowel de conventionele als Islamitische aandelenmarkt. De reden voor deze slechte rendementen lijkt te zijn dat IEF managers proberen de markt te *timen* (door in en uit de markt te stappen op de juiste momenten, in afwachting van een stijging respectievelijk daling) maar als gevolg daarvan hun rendementen verminderen omdat ze er in niet in slagen. Dit is jammer, want beleggingsfondsen rekenen vergoedingen (doorgaans 2% van het belegd vermogen) om het vermogen van hun klanten te beheren en verantwoorden deze vergoedingen door een hoger rendement te bieden dan de markt index. Dat beleggingsfondsen de markt niet kunnen verslaan is vaak empirisch vastgesteld. Mijn bevindingen geven aan dit niet verschilt voor Islamitische beleggingsfondsen.

Ondanks het feit dat Islamitische indices noch IEFs beter renderen dan conventionele indices zouden Moslims toch (monetaire) waarde kunnen hechten aan beleggen in overeenstemming met hun geloof. Een manier om dit te testen is om te analyseren hoe aandelen reageren wanneer ze een Islamitische label krijgen en wanneer dit label wordt verwijderd. Als Moslims daadwerkelijk waarde hechten aan een Islamitische label, dan kan verwacht worden dat aandelen die dit label krijgen in waarde stijgen omdat er extra vraag naar is en het omgekeerde geldt wanneer dit label verwijderd wordt.

Dat is wat ik analyseer in Hoofdstuk 5. Echter, mijn bevindingen zijn dat aandelen niet reageren wanneer ze een Islamitische label krijgen of wanneer dit label wordt verwijderd. Specifiek analyseer ik toevoegingen aan en verwijderingen van de FTSE *Shariah* Global Equity Index (FTSE Islamic). Het lijkt erop dat, na het corrigeren van andere factoren die aandeelrendementen verklaren (zoals het marktrendement, een *value factor*, een *size factor* en een *momentum factor*), aandelen die worden toegevoegd aan (verwijderd van) de FTSE Islamic geen abnormaal hoge (lage) rendementen laten zien op die dag, noch over de lange termijn. Beleggers lijken dus niet veel waarde te hechten aan een Islamitische label, tenminste, niet genoeg om aandeelprijzen te laten reageren<sup>126</sup>.

Hoofdstuk 5 laat ook zien dat het niet vreemd is dat beleggers een Islamitische label niet verdisconteren in aandeelprijzen. Namelijk, het laat zien dat er geen significant verschil is in risico, winstgevendheid of bekendheid bij beleggers van aandelen in de periode voor- en nadat ze een Islamitische label krijgen (of verliezen). Als er wel significante verschillen waren in risico, winstgevendheid of bekendheid bij beleggers, zou dit een indicatie kunnen zijn dat een Islamitische label informatie geeft over deze karakteristieken.

Maar wellicht geeft een Islamitische label andere positieve attributen aan die niet direct zichtbaar zijn. Een belangrijke hiervan is goed ondernemingsbestuur (*corporate governance*). Want recent onderzoek laat een directe link zien tussen goed ondernemingsbestuur en schuld (bijv. Arping en Sautner, 2010). Specifiek wordt in dit onderzoek beargumenteerd dat schuld en goed

---

<sup>126</sup> Een alternatieve verklaring van deze absente reactie op een Islamitische label is dat er niet genoeg beleggingsfondsen zijn die beleggen in deze Islamitische index om haar component aandelen te laten reageren.

ondernemingsbestuur substituten van elkaar zijn om zogeheten *agency* problemen te verminderen. Vanuit dit gezichtspunt trekken bedrijven met een slechte kwaliteit van ondernemingsbestuur schuld aan om *agency* problemen (zoals excessieve vergoedingen en onnodige maar prestigevergrotende overnames) te verminderen. Als dit het geval is zou het omgekeerde ook moeten gelden. Met andere woorden, van bedrijven met een lagere schuld kan verwacht worden dat ze beter ondernemingsbestuur hebben.

Aangezien het Islamitische label een lage schuld aangeeft, zou het dus impliciet ook goed ondernemingsbestuur aan kunnen geven. Het Islamitische label wordt inderdaad soms door haar verkopers (zoals FTSE en Dow Jones) gebrandmerkt als SRI. Maar zoals eerder uitgelegd lijkt SRI alleen op Islamitisch beleggen in enge zin. Beide sluiten bepaalde sectoren en bedrijven uit op ethische/morele gronden. Echter, waar SRI meestal rekening houdt met zogeheten ESG criteria (*Environmental, Social en Governance*), houdt het islamitische label in haar doorlichtingsproces niet expliciet rekening met deze ESG criteria. Toch zou de marketing van het Islamitische label als ethisch deels verantwoord kunnen zijn, tenminste in termen van goed ondernemingsbestuur (de G van ESG).

Echter, Hoofdstuk 6 laat zien dat dit niet het geval is. Hoofdstuk 6 analyseert het effect van een Islamitische label op goed ondernemingsbestuur. Het laat zien dat het Islamitische label, na het corrigeren voor andere determinanten, geen significante invloed heeft op de kwaliteit van algeheel ondernemingsbestuur. Een Islamitische label geeft dus niet aan dat er sprake is goed ondernemingsbestuur<sup>127</sup>.

Hoewel een Islamitische label geen financieel betekenisvolle informatie lijkt te bevatten, noch iets zegt over goed ondernemingsbestuur, laat Hoofdstuk 7 zien het hoge kosten met zich meebrengt om dit label te verkrijgen (wat ik in dit hoofdstuk *halal* certificering noem). Voor een standaard Islamitisch financieel product (een Islamitisch beleggingsfonds), schat ik dat deze kosten vergelijkbaar zijn met het verkrijgen van een *credit rating* voor obligaties. Hoofdstuk 7

---

<sup>127</sup> Het Islamitische label heeft echter wel een positieve invloed op de kwaliteit van ondernemingsbestuur zoals gemeten door de Bloomberg Corporate Governance Disclosure score. Deze relatie blijft robuust in verschillende specificaties. Maar ik verbind hier geen sterke conclusies aan omdat dezelfde Islamitische label geen significante invloed heeft op al mijn andere drie maatstaven voor kwaliteit van ondernemingsbestuur.

laat ook zien dat de markt voor deze *halal* certificeringen gedomineerd wordt door een klein aantal Islamitische geleerden. Het elite gedeelte van deze geleerden krijgt aanzienlijke vergoedingen (geschat op USD 4.5 miljoen per jaar) voor het geven van deze certificeringen en heeft dus een duidelijke prikkel om hierin te soepel te zijn.

Hoofdstuk 7 bespreekt een aantal mogelijke oplossingen voor dit probleem. Het beste van deze oplossingen is dat een neutrale organisatie zonder winstoogmerk het geven van alle *halal* certificeringen op zich neemt, haar *Shariah* geleerden een vaste vergoeding betaalt en collectief gefinancierd wordt door de internationale Islamitische financiële gemeenschap. Idealiter is deze organisatie gevestigd in een land dat neutraal is, instituties heeft van uitstekende kwaliteit, een goed ontwikkelde financiële sector en een open cultuur.

De algemene conclusie van dit proefschrift is dat er niks inherent anders is aan beleggen in Islamitische aandelen. Dit is in contrast met eerder onderzoek, die te positief neigt te zijn over beleggen in deze aandelen. Het laat bijvoorbeeld zien dat Islamitische aandelen beter bestand zijn tegen financiële crises (Bhatt en Sultan, 2012), geschikt zijn voor risico averse beleggers (Ho et al., 2014) en in sommige gevallen zelfs beschouwd kunnen worden als een aparte *asset class* (Dewandaru et al., 2014). De bevindingen van dit proefschrift suggereren dat men voorzichtig zou moeten zijn om deze claims als waarheid aan te nemen.

Verder heeft mijn onderzoek vijf belangrijke implicaties die de huidige situatie van Moslim beleggers kan verbeteren. Ten eerste kan Islamitisch beleggen de welvaart van Moslims verhogen. Namelijk, het geeft hun een kans om te beleggen in overeenstemming met hun geloof zonder rendement op te geven of extra risico te nemen. Een specifieke manier om dit te bereiken is bijvoorbeeld door Moslims de mogelijkheid te geven om hun pensioenen op een Islamitisch verantwoorde manier te beleggen.

Ten tweede zouden potentiële Moslim beleggers expliciet gewezen moeten worden op de specifieke risico's van Islamitisch beleggen. Bijvoorbeeld de hoge allocatie naar de gezondheids-, technologie- en energiesector. Maar ook de subtielere blootstelling naar zogenaamde *growth* aandelen.

Ten derde, als Moslims besluiten om te beleggen in Islamitische aandelen kunnen ze beter beleggen in passieve beleggingsfondsen zoals Islamitische *Exchange Traded Funds* (ETFs) in plaats van te beleggen in Islamitische beleggingsfondsen (IEFs). Want IEFs verslaan de markt niet, terwijl ze wel hogere beheersvergoedingen vragen dan passieve fondsen.

Ten vierde, een neutrale organisatie zonder winstoogmerk zou de huidige certificering van Islamitische financiële producten over moeten nemen. Dit is omdat Moslim beleggers momenteel een additionele bron van onzekerheid hebben, die niet gedragen wordt door conventionele beleggers. Namelijk, de onzekerheid omtrent Islamitische geleerden (de kans dat een Islamitische geleerde zijn gedachte verandert over wat precies als *halal* beschouwd kan worden). Zo een organisatie zou idealiter gebaseerd moeten zijn in een neutraal land met goede institutionele kwaliteit, een goed ontwikkelde financiële sector en een open cultuur. Gebaseerd op institutionele kwaliteit en ontwikkeling van de financiële sector lijken Zwitserland, Zweden of Nederland goede kandidaten te zijn omdat ze hoog scoren op deze beide kenmerken.

Tenslotte zou het Islamitische label expliciet ESG criteria in haar doorlichtingsproces op moeten nemen. Want de principes van de Islam vragen er expliciet om dat bedrijvigheid gevoerd wordt op een manier die rekening houdt met het milieu, een positieve invloed heeft op de samenleving en goed wordt bestuurd. Zonder deze ESG criteria op te nemen loopt het Islamitische label het risico om een marketing truc te worden in plaats van een ethisch kwaliteitskeurmerk.