

Магомед Яндиев
Гапур Озиев

Исламские финансы: проблемы и возможные решения

*Книга напечатана при поддержке
Института Интеграции Знаний*

Ровно – 2021

Исламские финансы: проблемы и возможные решения

Магомед Яндиев

Ганур Озиев

© Институт Интеграции Знаний

1442 по хиджре / 2021 н.э.

Paperback ISBN 978-966-416-843-1

Редактор: Михаил Якубович

Обложка и верстка Гасан Гасанов

Институт Интеграции Знаний

Грузия, Тбилиси, ул. Дадиани 7,

Торговый и Бизнес центр «Карвасла», А-317

ikiacademy.org

Все права защищены.

Ни одна из частей настоящей книги не может быть воспроизведена без письменного разрешения правообладателя.

Взгляды и мнения, выраженные в данной книге, принадлежат автору и могут не совпадать с мнением издателя и редактора.

Оглавление

Введение	5
Глава 1. Основные характеристики исламской финансовой модели	6
Глава 2. Проблемные аспекты исламской финансовой модели	21
Глава 3. Эмиссия и обращение денег в исламских финансах	35
Глава 4. Ключевой параметр исламских финансов	44
Глава 5. Исламский аналог модели DCF	55
Глава 6. Спекуляции на фондовой бирже	62
Глава 7. Опыт исламской финансовой системы Республики Судан	73
Заключение	83
Литература	84

ВВЕДЕНИЕ

Цель этой книги заключается в том, чтобы, продемонстрировав незавершенность исламской финансовой модели, предложить научные и практические решения для дальнейшего развития этой отрасли.

На сегодняшний день индустрия исламских финансов является частью традиционной мировой финансовой системы, однако авторы уверены, что со временем она может стать самостоятельным игроком, находящимся во взаимовыгодном сотрудничестве с традиционной финансовой системой.

Работа состоит из семи глав. Первая глава носит ознакомительный, или учебно-методический, характер. В ней представлены основные составляющие исламской финансовой модели, а также те ее аспекты, в отношении которых исламские ученые в целом занимают схожие позиции. В конце главы авторы констатируют, что в области исламских финансов остается еще много «пробелов», которые требуется заполнить, чтобы исламские финансы можно было признать полноценной финансовой моделью, равной традиционным финансам.

Во второй главе обозначены различные проблемные аспекты теории и практики исламских финансов – от простых до сложных. Далее, в главах с третьей по седьмую, рассматриваются возможные пути решения наиболее значимых из упомянутых проблем.

Глава 1

ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ИСЛАМСКОЙ ФИНАНСОВОЙ МОДЕЛИ

Краткий экскурс в историю

История индустрии исламских финансов начинается примерно с 50-х годов XX века, однако корни ее уходят гораздо глубже в древность. Последние 20 лет характеризуются стремительным развитием отрасли, которое сопровождается расширением как линейки исламских финансовых инструментов и практик, так и географии их применения. В настоящее время индустрия, в той или иной степени, представлена почти в сотне стран мира.

В связи с использованием в разных странах разных методических подходов к собираемой статистике, обобщенные данные, характеризующие исламские финансы в мировом масштабе, не всегда корректны. Тем не менее, по оценкам большинства экспертов, объем активов исламских финансовых институтов в диапазоне 2010–2015 гг. составлял от 2 до 2,5 трлн долларов, что равно от $3,1\%^1$ до $3,4\%^2$ от суммарных активов тридцати крупнейших банковских систем мира, и ожидается, что к 2025 году этот параметр гарантированно превысит значение в 3 трлн долларов.

Параллельно не менее впечатляющими темпами развивается научная мысль в области исламских финансов. Анализ, проведенный в англоязычной онлайн-библиотеке Social Sci-

¹ Summary of consolidated statistics. Amounts outstanding/Stocks at end-December 2013. <http://stats.bis.org/statx/srs/table/B1?c=&p=20134&m=S>

² Summary of consolidated statistics. Amounts outstanding / Stocks at end-December 2018. <http://stats.bis.org/statx/srs/table/B1?c=&p=20134&m=S>

ence Research Network³ по ключевым словам «islamic finance banking», дал результат в 388 статей, из которых 352 (91%) имеют ненулевое значение количества скачиваний полного текста с сайта библиотеки. Самая ранняя статья опубликована в 1985 году⁴ и посвящена обзору нескольких монографий по теме развития исламских банков. Необходимо отметить, что SSRN – это англоязычная библиотека, доступная читателям со всего мира, в арабских же источниках – доступных только носителям языка – встречаются и гораздо более ранние работы. Самая популярная на сайте SSRN статья скачана более 8400 раз⁵. Она посвящена описанию различий между традиционными и исламскими банками.

Историю научного интереса к теме исламских финансов можно проследить по данным Рис. 1 «Количество научных статей». Для построения графика были использованы данные о годе публикации каждой из 388 статей. Анализ результатов позволяет утверждать, что серьезный научный интерес к теме исламских финансов зародился на отрезке 2005–2008 гг., после чего количество ежегодно публикуемых научных статей выросло в три-четыре раза. До настоящего времени высокий темп прироста количества статей сохраняется, что позволяет утверждать, что исламские финансы представляют собой объект растущего научного интереса во всем мире. Соответственно, намечается тенденция роста и количества научных статей.

³ <https://www.ssrn.com/>

⁴ Ahmad, Ausaf, Banking Structure and Sources of Finance in the Middle East and Arab and Islamic Banks: New Business Partners for Developing Countries (1985). Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics, Vol. 3, No. 1, 1985. <https://ssrn.com/abstract=3115946>

⁵ Hanif, Muhammad, Differences and Similarities in Islamic and Conventional Banking (April 26, 2014). International Journal of Business and Social Sciences, Vol. 2, No. 2. <https://ssrn.com/abstract=1712184>



Источник: данные SSRN

Статистика рынков, связанных с религией

Экономической основой индустрии исламских финансов является рынок товаров и услуг категории халяль, который включает в себя, в частности, рынок продуктов питания, туризм и моду. По данным Доклада о состоянии мировой исламской экономики, стоимость мирового рынка халяль оценивается в 2,1 трлн долларов в 2017 году⁶. Для сравнения, мировой рынок кошерных товаров оценивается экспертами примерно в 29-31 млрд долларов в год⁷.

Таблица 1 демонстрирует распределение по сегментам расходов, осуществляемых на рынке халяль. По сравнению с 2015 годом, в 2017 году рост рынка достигает почти 5% годовых. Однако повторимся, что данные мировой статистики могут отличаться в силу разных подходов к их обобщению в разных странах мира. Тем не менее, имеющиеся данные служат доказательством наличия у индустрии исламских финансов устойчивой экономической базы.

⁶ The State of the Global Islamic Economy Report 2017/18: <https://www.salaamgateway.com/reports/report-state-of-the-global-islamic-economy-201718>

⁷ Кошерный рынок. East European Kosher Certification: <http://eekosher.org/kosher-market.html>

Таблица 1. Структура рынка халяльной продукции

	2017 год, млрд долларов	2015 год, млрд долларов
Продукты питания	1300	1170
Одежда	270	243
Развлечения	209	189
Путешествия	177	151
Фармацевтика	87	78
Косметика	61	69
Итого	2100	1900

Источники:

Доклад о состоянии мировой исламской экономики за 2015/16 год⁸

Доклад о состоянии мировой исламской экономики за 2017/18 год⁹

Зависимость экономики от религии

Ключевые предписания, образующие основу ислама, включают в себя шахаду¹⁰, пятикратную молитву, пост, а также закят¹¹ и хадж¹².

Грехи в исламе делятся на различные категории, и особо тяжкими из них являются придание Аллаху сотоварищей (многобожие), ростовщичество, колдовство, проедание имущества сироты и др. Еще одну категорию больших грехов составляют купля/продажа краденного, производство/продажа запрещенных товаров (свинины, алкоголя, табака, наркотиков) и услуг и т. д.

⁸ The State of the Global Islamic Economy Report 2015/16:
https://www.iedcdubai.ae/assets/uploads/files/ar_global_islamic_report_1443601512.pdf

⁹ The State of the Global Islamic Economy Report 2017/18:
<https://www.salaamgateway.com/reports/report-state-of-the-global-islamic-economy-201718>

¹⁰ Свидетельство о вере в Единого Бога (Аллаха) и посланническую миссию пророка Мухаммада.

¹¹ Обязательный ежегодный налог, выплачиваемый мусульманами с доходов и различного вида имущества в пользу восьми групп бенефициаров обозначенных текстом шариата.

¹² Паломничество, связанное с посещением Мекки (Аль-Масджид аль-Харам) и её окрестностей (гора Арафат, долины Муздалифа и Мина) в месяц зуль-хиджа.

Таким образом, религия регулирует не только повседневное, но и отдельные аспекты финансово-экономического поведения мусульман, обязывая их учитывать запреты даже при ведении бизнеса. Такой подход делает неизбежным появление индустрии исламских финансов.

Важно отметить, что существует правило, согласно которому мусульманину прощается нарушение отдельных предписаний, если это вызвано обстоятельствами, изменить которые он не в силах, например, проживанием в стране, где отсутствует халяльная¹³ финансовая инфраструктура. Это, а также недостаточная финансовая грамотность большинства мусульман в мире, объясняет определенную инертность, демонстрируемую ими в вопросах генерирования спроса на исламские финансовые услуги. Вместе с тем, по мере развития системы исламских финансов действие принципа снисхождения в несоблюдении ряда постулатов, будет ослабевать, и, соответственно, все больше мусульман будут осознанно делать выбор в пользу исламских финансовых продуктов.

Фактор численности

Количество мусульман в мире неуклонно растет и, по разным оценкам, составляет 1,5–1,7 млрд человек, в том числе порядка 45 миллионов в Европе и примерно 25 миллионов в России. При этом в структуре мусульманского населения планеты, в отличие от представителей других религий, максимальна доля молодежи. Следует отметить, что в последних два-три десятилетия многие мусульманские страны стали выходить из состояния экономического застоя. Эти страны демонстрируют высокие темпы экономического роста, что влечет за собой растущий спрос населения на банковские и финансовые продукты.

Экономический рост способствует накоплению сбережений, что является еще одним фундаментальным фактором,

¹³ Халяль – это всё то, что разрешено и допустимо в исламе (противоположно хараму); относится практически к любой сфере человеческой жизни: к продуктам питания, одежде, украшениям, косметике и парфюмерии, личной гигиене, отдыху, развлечениям, сфере финансов и т.д.

способствующим развитию исламских финансов. Мусульмане, выступающие экономическими агентами, начинают задаваться вопросом, как распорядиться временно свободными средствами и как грамотно их хранить, не нарушая предписаний шариата. Наличие этого и всех вышеперечисленных факторов в совокупности приводит к формированию благоприятных условий для развития индустрии исламских финансов.

Следует особо отметить, что даже в мусульманских странах исламские финансы не являют собой религиозный институт и не используются для отправления религиозного культа. Это форма ведения бизнеса, особая и отличная от используемой в светском мире. Поэтому и вести бизнес в сфере исламских финансов, и быть клиентом исламских финансовых институтов может любой человек, независимо от вероисповедания и национальности.

Название отрасли

Несмотря на широкое употребление термина «исламские финансы», формально отрасль финансов, функционирующую на основе священных религиозных предписаний, можно было назвать, например, «непроцентными финансами» или «религиозными финансами», так как, помимо исламских, возможно появление и других финансовых систем на основе определенных религиозных канонов, запрещающих ростовщичество, азарт и чрезмерные риски. Однако до сих пор реальностью стали только исламские финансы, поэтому модель финансовых отношений, основанную на соблюдении религиозных запретов и предписаний, называют исламскими финансами. Хотя в будущем, если возникнут какие-либо другие типы финансовых моделей, это название, несомненно, может заменить более общий термин. В связи с этим интересно отметить, что в Саудовской Аравии, консервативной мусульманской стране, термин «исламский банк» не используется, поскольку местные эксперты в области исламского закона возражают против использования религии в качестве маркетингового инструмента.

В мировой практике также встречаются термины «партнерские финансы» и «этические финансы». Их использование обусловлено стремлением не акцентировать внимание на слове «ислам» и тем самым не провоцировать людей. Однако это плохая идея. Во-первых, это по умолчанию определяет традиционную финансовую систему как не партнерскую (ту, которая не обеспечивает партнерских отношений) и неэтичную, что, на самом деле, не соответствует действительности. Кроме того, независимо от названия, участники рынка все равно будут создавать при своих компаниях именно шариатские советы, а не какие-то иные. Поэтому «спрятать» исламские корни рассматриваемой финансовой модели невозможно.

Фундаментальные запреты

Исламская финансовая модель зиждется на трех фундаментальных запретах, проистекающих из шариата, религиозного законодательства мусульман: *риба* (любые процентные начисления на заемные средства), *гафар* (неясность или неопределенность в договорах) и *майсир* (спекуляция или азартные игры за деньги). Из этих запретов следуют также запрет на продажу того, владельцем чего человек не является (на практике это выглядит как запрет коротких продаж финансовых активов), и продажу долга за долг (например, продажа форвардного контракта с отсрочкой платежа за него).

Кроме того, запрещено все, что имеет отношение к хараму (запретному), например, свинина, алкоголь, табак. Достаточно проста и однозначна также позиция Ислама относительно стоимости денег с учетом фактора времени: деньги не являются товаром, а значит, ими нельзя торговать. Соответственно, запрещено взимание штрафов за просрочку возврата долга.

Еще один аспект связан с тем, что если по какой-либо причине заемщик не в состоянии вернуть банку основную сумму долга, то ответственность за неудачный в финансовом отношении год должна ложиться не только на предпринимателя-заемщика. С точки зрения шариата, справедливо, если убытки поделят между собой все стороны, включая и должни-

ка, и банк. Фактически, мы имеем дело с максимально широким распределением рисков между экономическими агентами.

Ниже приведен полный список прямых запретов, проистекающих из таких явлений, как рибба, гарар и майсир.

Непроцентные финансовые продукты и услуги – это банковские операции и другие сделки кредитных и финансовых организаций, в том числе с финансовыми инструментами, при эмиссии, реализации, обращении и погашении которых применяются в качестве базовых следующие нормы:

- запрещено взимание вознаграждения за кредит, установленного в виде процента от суммы кредита;
- запрещено заключение договоров/контрактов, в которых обязательства сторон или одной из сторон зависят от случайного стечения обстоятельств;
- запрещена многократная купля-продажа финансовых инструментов без наличия на то соответствующего повода;
- запрещено переложение риска, связанного с финансовыми инструментами, на конечного потребителя; финансовые организации обязаны разделять риски с клиентом;
- запрещено получение вознаграждения за предоставленное финансирование без принятия на себя риска;
- запрещено взимание штрафов и пени за просрочку возврата финансирования;
- запрещена продажа товаров, услуг, финансовых инструментов и иных активов, владельцем которых продавец не является;
- запрещена продажа долга или купля по стоимости, отличной от номинала долга;
- запрещена продажа долга в долг;
- запрещено привлечение долгового финансирования, если заемщик не планирует создания новых нефинансовых активов;
- запрещено создание финансовых активов, не подкрепленных реальными физическими активами.

Конституция и шариат

Помимо запретов следует отметить еще один важный фактор: антагонизм светских конституций и шариата в вопросах источника права. Согласно шариату, все, что окружает человека, принадлежит Всевышнему, он – лишь временный управляющий Божьим имуществом. При этом правила поведения человека уже установлены, и его задача – извлечь их из источников, составляющих основу шариата. Светский закон гласит, что все, окружающее человека, принадлежит народу, и именно народ формирует мнения и ценности, которые ложатся в основу законодательных актов. Такое противоречие решается путем ведения бизнеса, опираясь на традиционные/светские правила с поправкой на соблюдение перечисленных выше запретов и передачей контроля над соответствием совершаемых транзакций шариату специальному органу – Шариатскому Совету, который получает право регулировать деятельность менеджмента, чтобы не допустить нарушения последним постулатов религии. Шариатский Совет формируется из авторитетных экспертов в области исламского права. В его функции входит одобрение новых финансовых продуктов, предлагаемых компанией к реализации, согласование сделок, а также контроль соблюдения компанией в ее повседневной деятельности требований и запретов шариата.

Таким образом, исламские финансовые институты играют в финансовом секторе своих стран ту же роль, что и традиционные. Их обязательства точно так же состоят из инвестиций/депозитов, а их активы – из инструментов с различной степенью риска. Они точно так же нуждаются в финансовой, банковской, валютной и прочих формах регулирования, как и традиционные финансовые институты.

Основные исламские финансовые продукты

Исходя из запретов, установленных шариатом, исламские финансовые продукты и услуги можно разделить на три основные категории:

- продукты, основанные на разделении прибылей и убытков (долевое финансирование): мудараба и мушарака;
- продукты, основанные на участии в сделках купли-продажи (долговое финансирование): мурабаха, сукук, иджара, салам, истисна и кард аль-хасан (беспроцентный кредит);
- продукты, основанные на оплате тарифов и комиссий банка (комиссионные продукты): вакала, кафала.

Долевое финансирование:

Мудараба — это договор, согласно которому одна из сторон предоставляет капитал, а другая — свои предпринимательские способности для использования этого капитала. Капитал предоставляется как в форме займа, так и в форме вклада в уставный капитал компании. Расчеты и в том и в другом случае осуществляются по заранее согласованной схеме распределения прибыли. Сторона, предоставляющая капитал, самостоятельно несет все риски, связанные с потерей финансовых средств в случае убыточности проекта. Мудараба — это, образно говоря, лицо индустрии исламских финансов, один из самых рекламируемых типов сделок, формирующий справедливый и благородный образ индустрии.

Мушарака — это договор о финансировании бизнес-деятельности путём участия в формировании уставного капитала юридических лиц. Каждый партнёр вносит определенную сумму денег, что даёт ему право рассчитывать на часть прибыли в соответствии со своим вкладом в уставный капитал. Все активы находятся в совместном ведении. Убытки каждый партнёр также несёт в соответствии со своим вкладом.

Долговое финансирование:

Мурабаха — это совокупность двух независимых друг от друга договоров. Согласно первому из них, исламский финансовый институт приобретает за свои средства необходимый клиенту актив, а согласно второму — продает его клиенту с отсрочкой платежа и наценкой. Такая конструкция вызвана тем, что по шариату финансовая компания должна стать пол-

ноценным собственником перепродаваемого имущества – со всеми вытекающими рисками – чтобы иметь право вводить наценку.

Особо выделяется так называемая «товарная мурабаха». Это сделки с товаром, в котором клиент не нуждается: купив-продав некий товар (обычно это биржевой металл), клиент получает одновременно и средства на счет, и обязательство по уплате некоторой большей суммы денег в рассрочку. Такой вид сделок применяется для предоставления клиенту наличных средств. Отметим, что шариатские эксперты признают, что данный вид сделки далеко неидеальный. Но из-за отсутствия в настоящее время альтернативы, исламские финансовые институты вынуждены его применять как возможный вариант для предоставления наличных средств клиенту в рамках шариата.

Сукук – это финансовый документ (обязательство), подтверждающий право собственности на актив или его часть в течение некоторого периода времени и обеспечивающий владельцу негарантированный доход за счет прибыли от этого актива. Владение активом, соответственно, определяет право на доходы от него. Сукук является исламским аналогом облигаций.

Иджара – это договор аренды (без выкупа) имущества. Он отличается от обычной аренды следующими особенностями: чтобы заключить договор, арендодатель обязан обладать правом собственности на данное имущество; предметом аренды может выступать только неиспользуемое имущество; арендодатель не может требовать от арендатора осуществления капитального ремонта имущества, он должен выполнять его сам. В отличие от иджары, лизинг предполагает обязательный выкуп арендуемого имущества.

Салам – это договор поставки некоего товара в будущем с оплатой сейчас (авансовое финансирование). Может применяться в сельском хозяйстве для продажи будущего урожая.

Истисна – это договор, согласно которому одна сторона – производитель – обязуется произвести для второй стороны –

заказчика – описанный им товар за оговоренную плату. Оплата производится немедленно или в рассрочку.

Аль-Кард аль-хасан – это договор о предоставлении в долг некоторой суммы денег, в том числе на удовлетворение нужд общества либо личных финансовых нужд заемщика (беспроцентный кредит). Его практическое применение минимальное.

Учитывая особенности формирования исламских финансовых продуктов, можно отметить, что в области исламских финансов в целом применимы форвардные контракты, фьючерсные – скорее нет, что связано с большим количеством оговорок относительно правил обмена денег, а опционные – совсем не применимы, поскольку в основе опционного контракта лежит гарар (неопределенность).

Комиссионные продукты:

Вакала – это договор назначения агента, которому поручается выполнение определенных операций и действий за вознаграждение.

Кафала – это договор поручительства, данный одной стороной с согласием выполнить обязательства второй стороны перед третьей стороной в случае, если вторая сторона не сможет выполнить их полностью и в срок.

Следует отметить, что все вышеперечисленные финансовые активы носят средне- и долгосрочный характер. Среди этих базовых, с точки зрения шариата, активов нет краткосрочных, в том числе рассчитанных на день/ночь, финансовых инструментов, что является прямым следствием неприятия шариатом финансовых спекуляций.

Помимо вышеперечисленных финансовых активов и услуг, исламские банки предлагают следующие виды банковских счетов:

Текущий счет – это стандартный счет в банке (вклад до востребования), особенность которого заключается в том, что банк не вправе использовать клиентские средства для каких-либо операций; по вкладу не начисляется процентов, не предоставляется овердрафт; на клиента не могут быть нало-

жены штрафные санкции, например, за неумышленный перерасход средств на счет.

Срочный счет – это банковский счет, на котором средства клиента размещаются на депозит, при этом банк вправе распоряжаться средствами по своему усмотрению; он оформляется в виде договора, который предусматривает, что средства будут оставаться на счету в течение согласованного промежутка времени, и что вознаграждение клиента определяется в доле от фактической прибыли банка за этот промежуток времени. Риски клиента ограничиваются неполучением прибыли; основную сумму вклада банк обязан вернуть в полном объеме.

Инвестиционный счет – это банковский счет, на котором средства клиента размещаются на депозит, а банк использует эти средства для инвестирования с целью максимизации прибыли клиента; оформляется договором, который предусматривает, что средства будут оставаться на счету в течение согласованного промежутка времени, и что вознаграждение клиента определяется фактической прибылью от инвестирования средств депозита. Риски клиента не ограничиваются прибылью, а распространяются также и на основную сумму вклада.

С учетом того, что рибха и гарар делают невозможной традиционную страховую деятельность, в индустрии исламских финансов был разработан ее аналог – такафул.

Такафул – это фонд взаимопомощи, объединяющий лиц, нуждающихся в том, чтобы застраховать свои активы или операции. Эти лица (клиенты) остаются собственниками своих «страховых» взносов и также получают доход от их инвестирования. Сам фонд передается в управление такафул-оператору (страховой компании), ключевая задача которой – управление средствами фонда. По окончании срока действия фонда, клиент может выйти из него, забрав свой первоначальный взнос и накопленные доходы, разумеется, за минусом выплат на покрытие страховых случаев.

Ввиду установленных шариатом запретов, следует также признать невозможность применения таких популярных в традиционных финансах инструментов, как сделки репо и

своп. Репо – это совокупность двух связанных между собой договоров: по первому актив продается, а по второму он выкупается. При этом цена актива в первом и втором договорах разная, что обеспечивает кредитору прибыль. Репо в своем традиционном виде неприемлем для индустрии исламских финансов, так как наличие разницы в ценах на актив в данном случае есть не что иное, как риба.

Своп – это договор, предусматривающий обмен денежными выплатами (процентными ставками), которые генерируются принадлежащими сторонам активами. Здесь также имеет место риба.

Наконец, в завершение данной ознакомительной части, рассмотрим еще два термина, широко известных задолго до возникновения индустрии исламских финансов и теперь занявших в ней надлежащее место. Это вакф и закят.

Вакф – это название определенного набора действий и операций, выполняемых с целью оказания социальной помощи нуждающимся: собственник создает вакф-фонд и передает в него свое имущество с указанием использовать доходы от него строго на определенные цели. Этим самым он совершает акт милостыни в отношении неограниченного круга лиц. Само имущество в данном случае считается переданным в собственность Всевышнего и, соответственно, не может быть никем присвоено, также не может быть изменено целевое назначение расходуемых средств. В рамках исламской финансовой модели вакф выступает важным источником финансовых ресурсов.

Закят – это религиозный сбор, имеющий все признаки налога. Он взимается с плательщиков-мусульман и распределяется строго по установленным шариатом правилам. Обычно средства закята отделены от бюджетной системы и расходуются некоммерческими организациями, однако встречаются примеры, когда закят встроен в налоговую и бюджетную системы страны и официально имеет статус налога.

Итоги главы

Если сравнить информацию, изложенную в данной главе, с описанием традиционной финансовой системы, то несложно заметить отсутствие в ней аналогов еще огромного количества аспектов, операций и практик. А те хорошо отработанные и признаваемые большинством экспертов элементы исламских финансов, которые описаны в данной главе, охватывают лишь некоторую часть финансовой системы. Иными словами, исламская финансовая модель еще не до конца сформирована, а многие ее элементы просто отсутствуют как в теории, так и на практике. Следующая глава посвящена анализу имеющихся в области исламских финансов «пробелов».

Глава 2

ПРОБЛЕМНЫЕ АСПЕКТЫ ИСЛАМСКОЙ ФИНАНСОВОЙ МОДЕЛИ

Рассмотрим и проанализируем основные проблемы и вызовы, с которыми сталкивается индустрия исламских финансов. Мы начнем с относительно простых, а затем перейдем к действительно сложным.

2.1. Относительно простые проблемные аспекты

Отсутствие механизма взаимодействия между рынком халяль и исламской финансовой системой. Две многообещающих и перспективных отрасли – рынок халяльных продуктов и индустрия исламских финансов – развиваются каждая сама по себе, без привязки друг к другу. Хотя очевидно, что рынок халяль должен быть экономической базой для исламских финансов, а они сами – источником ресурсов для рынка халяль. В реальности этого почти нигде нет. Руководящие органы не налаживают никаких связей между отраслями. Например, представляется логичным, что сертификата халяль достойно только то предприятие, которое помимо всего прочего обслуживается исключительно в исламском банке. Значит условие быть клиентом исламского банка должно быть прописано в правилах сертификации халяль. Но тогда это усложнит получение сертификата. Поэтому, видимо, руководствуясь сообщениями популяризации индустрии халяль, а также ввиду отсутствия в некоторых странах исламского банка при наличии халяльного рынка, такое условие не применяется.

Использование разных стандартов внедрения исламской финансовой модели. По оценкам экспертов, стандартов ведения исламской

финансовой деятельности, разработанных в ААОИФ¹⁴, придерживается до четверти исламских финансовых институтов, остальные руководствуются стандартами, разработанными национальными Центробанками, консалтинговыми агентствами, а также собственными шариатскими советами. Такое разнообразие положительно влияло на развитие системы исламских финансов на начальном этапе ее формирования, но в настоящее время является своеобразным тормозом. Отсутствие единых стандартов препятствует получению общей статистики по индустрии, созданию новых финансовых продуктов и инструментов госрегулирования, затрудняет ведение совместного бизнеса исламскими финансовыми компаниями, работающими по разным стандартам. Вкратце все различия в стандартах можно свести к двум большим группам по критерию строгости соблюдения требований и запретов шариата: консервативной и облегченной. Стандарты из первой группы направлены на выполнение требований шариата как таковых, даже если это происходит не сразу, а с неким временным лагом. Стандарты второй группы отличаются большим количеством послаблений и исключений в части выполнения требований шариата и представляют собой скорее попытку подогнать требования шариата под существующие нормы и правила традиционных финансов.

Нехватка подготовленных специалистов в области исламских финансов. В большинстве случаев при создании исламской финансовой организации основатель привлекает уже состоявшихся финансистов, накопивших свой опыт в рамках традиционных финансов. При всех плюсах такого подхода не следует забывать, что они получили традиционное финансовое образование и на все аспекты исламской финансовой деятельности смотрят сквозь призму традиционных финансов. На практике это выливается в то, что, придя на работу в ис-

¹⁴ Международная автономная исламская некоммерческая организация, которая разрабатывает принципы бухгалтерского учета, аудита, этики и шариатские стандарты для исламских финансовых институтов и промышленности – Accounting & Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). <http://aaoifi.com/>

ламский банк, они приносят с собой весь свой традиционный финансовый опыт и все равно делают то, чему их учили, пусть даже с каким-то исламским оттенком.

Механический перенос в исламские финансы правил маркетинга. В исламском банке N клиент может открыть два разных срочных депозита (напомним, что доход клиента по таким счетам определяется как некий процент от прибыли банка). Срок депозита одинаков. Разница между депозитами только в величине взноса. Первый счет предполагает вложение средств до 50 тысяч (в данном случае бахрейнских динаров), второй – свыше 50 тысяч динаров. При этом второй тип счета предлагает клиенту более выгодную ставку распределения банковской прибыли между банком и клиентом. Это совершенно нормальный, общепринятый подход к ценообразованию на финансовые услуги, принятый в традиционных финансах. Такой маркетинговый ход стимулирует клиента нести больше денег в банк. Однако, на самом деле, такая практика не приемлема в индустрии исламских финансов. В обоих случаях предмет договора одинаковый – деньги. Но поскольку клиент, открывший первый тип счета, и клиент, открывший второй тип счета, принимают на себя абсолютно одинаковый риск, то и вознаграждение в процентном соотношении они должны получить одинаковое, то есть нормы распределения банковской прибыли должны быть одинаковыми.

Приспособление структуры денежных потоков исламских финансовых инструментов к практике традиционных финансов. Компания N планирует выпустить облигации сукук. Напомним, что они выпускаются под конкретный проект/актив, и выплаты по ним производятся из доходов проекта. Как известно, у любого проекта есть начальный период, в течение которого проект не генерирует денежных потоков, а, наоборот, потребляет их. По логике вещей, в течение этого периода у владельцев сукук не может быть никаких выплат. Однако такая постановка вопроса неприемлема с точки зрения традиционных финансов, где кредитор желает получать вознаграждение регулярно в течение всего срока займа, поэтому там облигации с другими вариантами возврата средств непопулярны. В индустрии ислам-

ских финансов эмитенты зачастую ориентируются не на логику шарната, а на лояльность инвесторов и стремятся обеспечить конкурентоспособность сукук наряду с традиционными облигациями. Для этого в оборот введен термин «обещанный платеж». Его суть в том, что эмитент планирует объем доходов по проекту, делит его на количество выплат и приступает к выплатам вознаграждения с первых же месяцев займа. Допустим проект требует одного года подготовительных работ, а сукук выпускаются на два года с поквартальной выплатой вознаграждения. По логике шарната, первых четыре платежа должны быть нулевыми, так как проект даже еще не построен, а далее – исходя из фактических доходов. При такой конструкции наибольший платеж будет выплачен очевидно в одном-двух последних кварталах, что, однако неприемлемо для инвесторов, живущих по принципу «деньги сегодня стоят дороже, чем деньги завтра». В их системе координат баланс между интересами эмитента и заемщика выражается в равномерной и регулярной оплате купона.

Вместе с тем, ситуация, когда эмитент сукук выплачивает обещанный платеж, в принципе возможна. Но для этого необходимо, чтобы по окончании срока обращения сукук эмитент и инвестор провели завершающий взаиморасчет: подсчитали всю сумму обещанных платежей и сумму вознаграждения при стандартном исламском подходе (повторимся еще раз – вознаграждение выплачивается только по факту наличия у проекта прибыли); сравнили их и определили сумму доплаты. Если сумма фактически полученного инвестором вознаграждения оказалась больше положенного по итогам работы проекта, инвестор должен вернуть эмитенту сумму переплаты. Если меньше – эмитент должен доплатить инвестору. И все же данный подход должен нести временный характер, скажем, в период становления или на переходном этапе, так как тут присутствует серьезный риск (гарар), который заключается в том, что никто не может гарантировать добровольный возврат денег инвестором.

Принятие в сфере исламских финансов инвестиционных решений на основе норм и правил традиционных финансов. Возможно, это один из самых грозных вызовов, стоящих перед исламскими финансами. Аналитический инструментарий, используемый современными финансистами, полностью основан на процентной логике традиционных финансов, и его использование в рамках исламских финансов влечет за собой «потерю лица»: нельзя осуждать риба и в то же время принимать свои решения на основе этого явления. Например, использовать расчеты с использованием безрисковой процентной ставки – совершенно чуждой для исламских финансов. Но, с другой стороны, чем тогда пользоваться? Исламского аналитического инструментария еще не существует, вот финансисты и задаются вопросами, например: «Что такое предельный риск»? Шариат запрещает чрезмерный риск, даже в операциях с разрешенными активами. Но ответа на вопрос, до какой степени можно рисковать – нет. Как нет и понимания, что считать мерилом риска. На традиционных финансовых рынках риск измеряется такими параметрами, как доходность, стандартное отклонение доходности, коэффициент Бэта, коэффициент VaR и другими. Но в основе всех этих параметров лежит допустимость спекуляции (майсир) и логика дисконтирования денежных потоков (риба). Поэтому данные параметры не пригодны для индустрии исламских финансов. Необходимы новые.

Добровольная и негласная доплата банком клиенту. Чтобы заполнить существующие в области исламских финансов «пробелы», специалисты применяют «новаторские» подходы. Один из таких подходов заключается в том, что банк в одностороннем порядке и негласно увеличивает ставку разделения прибыли между банком и клиентом в пользу клиента. Предположим, клиент открыл в банке срочный депозит. Согласно установленным правилам, разделение банковской прибыли между банком и его клиентом производится на основе фиксированных долей. Это означает, что банк не вправе уменьшать долю клиента. Но вправе ли банк увеличивать долю клиента? Это не праздный вопрос, поскольку ряд исламских банков,

опасаясь, что клиент может уйти к конкуренту в традиционный банк, в условиях, когда месячная прибыль исламского банка существенно ниже среднерыночной, пересматривают пропорции распределения прибыли, уменьшая свою долю и увеличивая долю клиента. Делается это без огласки. В итоге клиент получает среднерыночный доход и остается вполне доволен своим сотрудничеством с банком. Банк в свою очередь сохранил клиента и избежал огласки того факта, что в этом месяце его предпринимательские усилия оказались не на высоте. Описанная схема понятна и приемлема для традиционного финансиста, но не соответствует духу и логике исламских финансов: клиент должен получить вознаграждение, соответствующее доходности бизнеса/актива, выбранного для инвестирования, а не просто некой среднерыночной доходности. Смысл инвестирования не в максимизации дохода, а в максимизации довольства Всевышнего.

Что такое исламский банк, и каким он должен быть? Данный вопрос выглядит неуместным лишь на первый взгляд. Дело в том, что абсолютное большинство операций, совершаемых исламскими банками — это операции на основе соглашения мурабаха. По разным оценкам — это до 80% всех операций. Теперь рассмотрим схему, как это работает. В банк приходит клиент и сообщает, что хотел бы купить некий товар, принадлежащий третьей стороне. Если банк готов обслужить клиента, он приобретает этот актив у третьей стороны и тут же продает его клиенту в рассрочку. Покупка и продажа происходят с лагом в несколько минут, а порой и вовсе одномоментно. Могут встречаться совсем анекдотические ситуации, когда банк покупает товар у третьей стороны не сам, а поручает организовать это самому клиенту. Клиент становится представителем банка и идет покупать для него товар, который этот банк сразу же перепродает клиенту с надбавкой. Конечно, существуют и такие банки, которые действительно приобретают товар и даже дают клиенту право отказаться от него после полноценного приобретения его банком для этого клиента. Например, по такому принципу работает банк Аль-Раджхи в Саудовский Аравии.

Сделка мурабаха предполагает, что банк имеет право делать наценку, так как он становится собственником товара. Однако в ситуации, когда банк владеет товаром всего несколько минут, утверждать, что он действительно приобрел права и обязанности собственника некорректно. Юридически приобрел, но фактически – нет. Данная схема демонстрирует ущербный подход, применяемый современными банкирами, перешедшими работать в исламский банк: они реализуют сделки мурабаха так, как умеют это делать по правилам традиционных банков, исходя из своего представления о том, что такое банк. Вместе с тем, правильное выполнение сделки мурабаха предполагает, что у банка уже есть необходимый клиенту товар, еще до его прихода, а поскольку никто не может знать, какой товар какому клиенту и когда именно понадобится, то у банка – если он действительно хочет продавать товары с наценкой и в рассрочку – должен быть собственный оптовый склад, где есть все необходимое, что может понадобиться клиенту. Таким образом, исламский банк, желающий осуществлять сделки мурабаха, это кредитное учреждение, владеющее собственным торговым складом и, соответственно, отражающее это имущество у себя на балансе.

Методический аналог процентных платежей. В системе традиционных финансов к нефинансовым организациям применяется разумная и обоснованная мера – исключение из налогооблагаемой прибыли полученных и выплаченных процентов по кредитам и займам. В то время как основная сумма займа списывается на себестоимость, выплаты по процентам выносятся за пределы себестоимости, так как методически эти расходы не имеют непосредственного отношения к затратам на создание товара. Аналогичный подход должен существовать и применительно к исламским нефинансовым организациям. Однако возникает чисто методический вопрос – что считать аналогом процентных выплат за привлеченное финансирование? Предполагается, что:

- В сделках мудараба или мушарака это часть прибыли, направляемая на выплаты; логично, если эти выплаты будут исключены из налогооблагаемой прибыли;
- В сделке мурабаха таких аналогов нет; так как это рассрочка на полную цену товара;
- В сделке иджара это арендные платежи; логично, если они будут исключены из налогооблагаемой прибыли;
- В сделках истисна или саям аналогов нет; речь идет либо о немедленной оплате, либо об оплате – опять же стоимости товара – в рассрочку;
- При эмиссии сукук это финансовое вознаграждение, выплачиваемое из прибыли; логично, если оно будет исключено из налогооблагаемой прибыли;

Реализация данной схемы позволяет приблизить условия функционирования исламского бизнеса к условиям традиционного.

Депозиты в ЦБ – это такафул. Коммерческие банки обязаны хранить обязательные резервы на депозитах в Центробанке. Однако в рамках исламской финансовой модели обязательные резервы коммерческих банков в ЦБ являются фактически страховым взносом, а не депозитом, соответственно, эти суммы должны быть оформлены не как депозиты, а как вклад в страховой фонд ЦБ, созданный по принципам фонда такафул.

В заключение этого подраздела озвучим еще ряд проблем:

- страхование банковских депозитов по договору мудараба недопустимо, однако его пытаются ввести, привлекая к участию в депозитном договоре третьего участника;
- исламские окна – открытие традиционными финансовыми организациями структурных подразделений, работающих с соблюдением (насколько это возможно) требований шариата; такая практика допустима только как временный компромисс, имеющий четко очерченную временную границу; даже если у этого структурного подразделения есть свой отдельный субсчет;

- исламские финансы это не только финансовые рынки и банки, это еще и госсектор, который также должен выполнять требования шариата; в этой связи следует отметить, что принцип прощения должника, которому подчиняются исламские финансовые организации, в секторе государственных финансов не применяется, например при взимании налогов с налогоплательщиков.

2.2. Сложные проблемы и вызовы

Терминами «индустрия» или «модель», применительно к исламским финансам, называется целый ряд институтов, обеспечивающих функционирование хозяйствующих субъектов. Поэтому нельзя утверждать, что исламские финансы это только банки, — это все структуры, так или иначе связанные с обслуживанием отношений, основанных на религиозных предписаниях. Поскольку речь идет о финансовом секторе, то под сектором исламских финансов следует понимать такую же совокупность институтов, что и традиционных: институты сектора государственных финансов, институты сектора хозяйствующих субъектов, институты финансовых рынков, институты банковского сектора, в том числе деньги и их оборот, банковское регулирование и управление ликвидностью. Следует отметить, что исламским финансам удалось реализовать свои особенности не во всех секторах: в основном, в банковском и секторе финансовых рынков. Далее в этом подразделе мы озвучим фундаментальные проблемы исламской финансовой модели.

Может ли существование инфляции служить основанием для частичного признания рибы? Действительно, ведь по окончании срока займа покупательная способность той суммы, которую банк год назад предоставил клиенту, будет отличаться как минимум на величину инфляции. Несмотря на этот и подобные аргументы, ответ — однозначно, нет. Причины, позволяющей какое-либо процентное финансирование, не существует в принципе. Это многократно повторяется в Коране, и нет никакой возможности обойти этот запрет. Вместе с тем, это

означает, что шариат не признает существование такого явления, как монетарная инфляция, признается только изменение цен вследствие сезонных факторов и изменения спроса и предложения. Иными словами, денежная единица, используемая в индустрии исламских финансов, не должна быть подвержена иным видам инфляции. Это задаст высокую планку. Однако в настоящее время в исламском банковском секторе еще не решен вопрос формирования денежного оборота, соответствующего шариату. На эту тему имеются лишь крайне общие суждения, сводящиеся к тезису о том, что необходима единая мусульманская валюта, свободная от инфляции. Мы рассмотрим проблему формирования денежной единицы, соответствующей требованиям шариата, в главе 3. Однако, забежав наперед, отметим, что выплата религиозного налога закят ведет к тому, что неинвестируемые сбережения будут сокращаться в абсолютном значении, что формирует понимание денег как сокращающегося во времени ресурса. Например, если у человека есть 100 рублей, и он их не инвестирует, а просто хранит на счету, то необходимость уплаты закята ведет к тому, что он будет ежегодно терять порядка 2,5% от своей суммы. Этот пример позволяет предположить, что минимальная норма доходности от инвестирования, в рамках исламской финансовой модели, должна составлять величину закята (она может быть несколько разной у разных плательщиков). Более того, из этого мы можем сделать вывод, что шариат побуждает людей вкладывать свои денежные средства в инвестиционные проекты, так как это поможет избежать сокращения средств в абсолютном значении и в то же время послужит рычагом социально-экономического процветания общества в целом.

Какой параметр должен являться ключевым в индустрии исламских финансов? В настоящее время на исламских финансовых рынках отсутствует базовый для индустрии исламских финансов параметр — аналог ставки LIBOR, параметр, который показывал бы стоимость риска (в то время как LIBOR и аналогичные ставки показывают стоимость денег во времени). Это создает проблему при ценообразовании исламских финансовых продуктов. Тот факт, что их стоимость определяется пу-

тем переговоров сторон – это известная аксиома, которая, к сожалению, далека от реальной практики. Дело в том, что вся ныне существующая индустрия исламских финансов ориентирована на традиционную финансовую систему и, в частности, равняется на стоимость денег в ней. Иными словами, размер надбавки при выполнении контракта мурабаха, или величина арендных платежей при выполнении иджара и др. – все это определяется, исходя из пересчета рыночной процентной ставки. Конечно, отрасль исламских финансов являются частью мировой финансовой системы, но это не значит, что их функционирование должно основываться на отрицаемом параметре – стоимости денег (риба). Подробнее об этом см. в главе 4.

Как должен функционировать исламский рынок межбанковских кредитов? Другой существенный институциональный изъян отрасли исламских финансов, тесно связанный с упомянутой выше проблемой, это отсутствие рынка межбанковских кредитов, что не позволяет исламским банкам вести полноценную деятельность. Каким бы особенным ни был исламский банк, он должен иметь возможность управлять своей ликвидностью, в первую очередь краткосрочной. Однако в настоящее время не существует неспорных финансовых инструментов предоставления и изъятия краткосрочной ликвидности с рынка. Ключевая причина этого – неготовность банковского сообщества признать, что центральный банк является безрисковым учреждением, что, в соответствии с требованиями шариата, означает принципиальную невозможность получения вознаграждения от предоставления исламским банком (или получения им) средств центральному банку. В результате исламские банки либо вынуждены держать излишнюю ликвидность, либо совершать операции с привлечением сомнительных (с шариатской точки зрения) инструментов, либо (с разрешения шариатского совета) совершать традиционные процентные операции на рынке межбанковских кредитов. Мы также разберем эту проблему в главе 4.

Должна ли существовать какая-либо специфика принятия инвестиционных решений исламскими финансовыми институтами? Без-

условно, должна. Однако в настоящее время специалисты в области исламских финансов используют модель дисконтирования денежных потоков (Discounted Cash Flow, DCF), что приводит к конфликту интересов: расчет эффективности инвестиций осуществляется на основе принципа стоимости денег с учетом фактора времени (ставка дисконтирования – чистая, рыночная процентная ставка), а применяется он к инструментам, построенным на отрицании этого принципа. Иными словами, в распоряжении исламских финансистов отсутствует аналог модели DCF, который позволял бы определять стоимость финансовых активов, избегая традиционной процентной ставки и, соответственно, логики поступков, вытекающих из ее применения. Возможный вариант решения этой проблемы предложен в главе 5.

Допустима ли спекуляция финансовыми активами? Вопрос может показаться странным, ведь, конечно, она не допустима: шариат прямо запрещает спекуляцию (майсир). Однако на практике она существует и позволяет инвесторам осуществлять куплю-продажу финансовых активов без веских на то оснований (изменения в бизнесе эмитента), а просто руководствуясь текущим, ничем не подкрепленным, ажиотажем на рынках. Конечно, на исламских фондовых биржах существуют правила листинга, однако он нацелен на отбор эмитентов с минимальными нарушениями шариата (например, минимальный уровень долга в структуре капитала), но не на ликвидацию возможности спекуляции как таковую. Это следствие того, что такие биржи в точности копируют традиционную систему организации биржевых торгов. В главе 6 мы рассмотрим эту проблему и покажем наличие риба в спекулятивных торгах.

Можно ли сказать, что процентная экономика быстрее приведет к экономическому процветанию, чем исламская? И не лучше ли вначале добиться быстрого экономического роста и процветания через процентную экономику, а лишь затем переходить на принципы шариата в финансах? Такая дискуссия имела место в Иране, стране, которая, по мнению авторов, фактически отошла от строгого соблюдения принципов шариата в фи-

нансовом секторе, заявленных изначально при его становлении. Один из важных аспектов проблемы заключается в том, что банки, принимая на баланс реальное имущество, снижают свою ликвидность и ликвидность банковской системы в целом. Однако должна ли исламская финансовая система быть такой же ликвидной, как и традиционная? Очевидно, что нет. Все исламские финансовые операции подкреплены реальными активами, имеющими ценность. Безусловно, они несут в себе риск, без чего невозможна выплата вознаграждения (соответственно, безрисковых активов в индустрии исламских финансов априори быть не может). Кроме того, самостоятельная закупка товаров у производителя для своих складов снижает объемы финансирования по экономике в целом и, соответственно, величину банковского мультипликатора. Однако все это следует воспринимать не как недостаток, а как особенности исламской банковской системы, для которой следует разработать особые правила и принципы управления ликвидностью. Например, банковский норматив текущей ликвидности и норматив общей ликвидности к исламским банкам применяться не могут. В соответствии с ними часть ресурсов банка должна быть инвестирована в краткосрочные активы, что невозможно в связи с отсутствием соответствующих шариату краткосрочных финансовых инструментов. Другой норматив – использование собственных средств банка для приобретения акций и долей других юридических лиц – ограничивает размеры вложений банка в другие компании до не более некоторого значения капитала банка, чем затрудняет проведение операций мушарака и мудараба. Еще один аспект этой проблемы – работа исламских финансовых институтов при проведении международных операций, когда необходимо сотрудничать с традиционными финансовыми институтами: может ли исламский банк приобретать традиционные финансовые продукты ради проведения финансовых операций своих клиентов? Безусловно, гибкость при осуществлении международных финансовых операций необходима, но вот ее пределы нуждаются в точном описании. В главе 7 мы рас-

смотрим опыт Республики Судан, еще одной страны с действующей исламской финансовой системой.

Несмотря на все вышеперечисленные проблемы, было бы некорректно утверждать, что исламские эксперты ничего не делают в направлении развития исламской финансовой модели. Например, Совет по исламским финансовым услугам (IFSB)¹⁵ – международная организация, разрабатывающая стандарты в сфере исламских финансовых услуг – выпустил специальное руководство по надзору за банками и по управлению рисками в исламских банках. Однако данный документ еще нуждается в апробации.

Единственная область, в которой индустрия исламских финансов в целом состоялась, это область взаимоотношений между исламским банком или финансовой компанией и клиентами. И самими банками, и международными общественными организациями, работающими в области стандартизации исламских финансовых продуктов, выработаны достаточно подробные и проверенные на практике правила и стандарты предоставления исламских финансовых услуг конечному потребителю.

Тем не менее, в целом можно констатировать, что на современном этапе исламская финансовая модель еще окончательно не сформировалась, лишь отдельные ее элементы реально применяются на практике. Полноценное формирование исламской финансовой модели – это, безусловно, вопрос времени.

¹⁵ Islamic Financial Services Board, IFSB:
<https://www.investopedia.com/terms/i/ifsb.asp>

Глава 3

ЭМИССИЯ И ОБРАЩЕНИЕ ДЕНЕГ В ИСЛАМСКИХ ФИНАНСАХ

В шариате нет прямого перечня требований к характеристикам денег и организации денежного оборота. Его еще предстоит разработать. И начать этот процесс можно с анализа мнений мусульманских ученых — как классических, так и современных — относительно сути денег. В многочисленных книгах, составляющих богатое наследие исламской цивилизации, неоднократно упоминается о роли денег в исламе. Мы ограничимся цитатами двух известных исламских ученых, которые в целом отражают мнение большинства.

Философ-правовед Имам Аль-Газали (умер в 505 году по хиджре) считает, что деньги нужно рассматривать не как товар, а как единицу измерения для всех видов товаров: «Бог создал их (динар и дирхам), чтобы люди пользовались ими и чтобы они (динар и дирхам) правили между товарами по справедливости. А также (Бог создал их) чтобы с их посредничеством приобретать другие вещи (товары), потому что они дороги сами по себе (сделаны из золота и серебра), и цель (шариата) не в них самих» [Аль-Газали и др.].

Такиюддин Ахмад бин Абдул Халим (умер в 728 году по хиджре) в своей известной книге «Маджму' Аль-Фатава» склоняется к аналогичному мнению: «Если деньги обмениваются с отсрочкой, то это торговля, которая противоречит понятию (мера) стоимости» [Ахмад бин Абдуль Халим, 1995].

Таким образом, суть денег заключается в том, что они служат мерой стоимости или единицей измерения для других товаров, а не сами являются товаром и предметом торговли. Однако относительно «действующей причины» (efficient cause), по которой деньги считаются деньгами, и они способны к

созданию условий для ростовщичества, у шариатских ученых имеются три различных мнения:

- 1) Причина в «весе». В древние времена подсчет динаров и дирхамов велся не только по количеству, но и по весу в сумках. Например, продавец участка земли мог запросить цену за свой товар, равную некоторому количеству сумок, наполненных золотыми динарами. В количественном плане это могло быть, скажем, 90-100 динаров. Поэтому ученые из ханафитской и ханбалитской правовых школ высказали мнение, что если деньги сделаны из обычного недрагоценного металла (железо, медь и т.п.) и их можно взвесить, то на них распространяется правило рибха (запрет на дачу денег в рост).
- 2) Причина в «ценности» металла, из которого сделаны динары и дирхамы (это золото и серебро). Иначе говоря, наличие ценного металла в этих деньгах делает их способными определять цену другим товарам. Следовательно, если деньги сделаны из недрагоценного металла, то на них не распространяется правило рибха.
- 3) Причина в «мере стоимости» этих денег. Иными словами, деньги могут быть изготовлены из чего угодно – золота, серебра, железа, пластмассы, бумаги и т.п. – главное, чтобы они служили мерой стоимости (единицей измерения) для других товаров.

Нетрудно догадаться, что если бы современные ученые признали правомерными два первых мнения, то индустрии исламских финансов не возникло бы вообще, так как это дало бы банкирам право выдавать кредиты под проценты, аргументируя это тем, что бумажные деньги не «взвешивают» на вес, а также в них нет «ценного» металла (например, золота или серебра). Эти два мнения являются результатом обобщений, сделанных на основании свойств существовавших в древние времена денег – динаров и дирхамов, которые действительно взвешивались и которые содержали в себе ценные металлы. Поэтому абсолютное большинство современных ученых еди-

ногласны в правильности третьего мнения, которое подразумевает, что всякий товар, который служит «мерой стоимости» других товаров, должен рассматриваться как деньги. Так, например, известный современный ученый Салех Аль-Фаузан утверждает, что любая общепринятая «мера стоимости» должна считаться валютой, на которую распространяются правила, связанные с риба [Салех Аль-Фаузан, без указания года издания].

Рассмотрим подробнее деньги и механизм организации денежного обращения в следующей последовательности: 1) материал для изготовления денег, 2) объем эмиссии и регулирование денежной массы, 3) процедура эмиссии денег, 4) управление ликвидностью банковского сектора, 5) инфляция, 6) вопросы уплаты закята, 7) пресечение недозволенного.

Сам анализ будет проведен с ориентиром на ключевые запреты шариата – запрет на процентное финансирование (риба), запрет на неопределенность в обязательствах сторон (гарар) и запрет на чрезмерный риск и спекуляцию (майсир) – а также с учетом двух нижеследующих преданий от халифа Умара и от Имама Малика, в которых затрагиваются вопросы организации денежного обращения.

Передается, что Умар ибн аль-Хаттаб однажды сказал: «Я хотел сделать дирхамы из верблюжьих шкур», но потом ему сказали (сподвижники): «Тогда не останется верблюдов». И Умар отказался (от этой идеи) [Bergstra, 2015]. Из истории известно, что в те времена на территории халифата использовались денежные знаки других стран и только явно ощущавшийся недостаток денег в экономике вынудил халифа поднять вопрос о выпуске собственных.

Имам Малик (умер в 179 году по хиджре) в своей известной книге «Аль-Мудаввана» говорит следующее: «...И если бы люди разрешили (использование) шкур для чеканки (монет), то я порицал бы обмен (этих монет) на золото и серебро с отсрочкой» [Малик бин Анас, 1994]. Следует обратить внимание, что имам порицает только обмен с отсрочкой, а не обмен вообще.

Кроме того, обращает на себя внимание тот факт, что многовековая практика добровольного использования исламскими халифами денежных знаков других государств, в частности, Римской империи и Персии, означает, что исламские правители не рассматривали наличие собственных денег как основу национального и/или религиозного суверенитета и не стремились выпускать собственные деньги только потому, что они считались обязательным атрибутом государственной власти.

Материал для изготовления денег. Анализ двух вышеупомянутых преданий, а также сути «меры стоимости» денег, позволяет сделать следующий вывод: деньги могут быть выполнены из любого материала, а не, как принято считать, обязательно из золота и серебра. Кроме того, можно утверждать, что в свете париата эмитентом денег (в первом предании – халиф) и регулятором (сподвижники, которые на тот момент выполняли функцию «консультантов» по вопросам денежного обращения и которые впоследствии могли бы сформировать профессиональный орган управления – финансовый регулятор) могут выступать разные институты. Кроме того, отметим, что согласно преданию именно центральная власть несет ответственность за предотвращение появления фальшивых денег (халиф отказывается от идеи не из-за того, что будет забито много скота, а именно из-за того, что могут появиться подделки).

Объем эмиссии и регулирование денежной массы. Концепция исламских финансов предусматривает, что все финансовые обязательства должны быть обеспечены реальными активами. Для практических целей это зафиксировано в соответствующих стандартах, например, AAOIFI. Применяв данный тезис к деньгам, можно прийти к ошибочному выводу, что вся денежная масса также должна быть обеспечена реальными активами, например, золотом. Однако это не так. Следует отметить, что деньги не являются финансовым активом, они всего лишь инструмент обмена товаров и услуг и поэтому не нуждаются в подкреплении реальными активами. Это также подтверждается вышеупомянутым преданием, из которого следу-

ет, что эмиссия денег нужна была только потому, что экономике халифата не хватало на тот момент собственных денег для расчетов. При этом фактическое количество денежных знаков, которое необходимо выпустить, шариат не регулирует. Этот вопрос уже относится к компетенции эмитента: денег должно быть столько, сколько необходимо для обеспечения потребности экономики в них.

Процедура эмиссии денег. Рассмотрим традиционные механизмы эмиссии денег:

- кредиты Центробанка Минфину;
- кредитование Центробанком коммерческих банков;
- приобретение Центробанком иностранной валюты;
- эмиссия кредитных денег коммерческими банками;
- институт платежных требований.

Первых два варианта эмиссии – ключевые. В первом случае фактическим эмиссионным центром выступает государственное казначейство (Минфин), которое выпускает деньги в экономику через покрытие дефицита бюджета. При этом Минфин получает деньги от ЦБ либо в виде необеспеченных кредитов, либо в обмен на государственные облигации, выпускаемые Минфином специально по случаю эмиссии. Деньги зачисляются в бюджет и далее идут на покрытие расходов государства. Эмиссия с использованием кредитов справедливо считается источником инфляции, но она не несет в себе элементов недозволенного, как во втором варианте. Во втором случае эмиссию осуществляет Центральный банк, который далее распределяет деньги между коммерческими банками на конкурентной основе, причем в традиционной финансовой системе критерием отбора является процентная ставка. Таким образом, в этом наиболее распространенном способе эмиссии денег кроется рыба, а потому он не может применяться в исламской финансовой системе.

Приобретение Центробанком иностранной валюты также может быть вспомогательным механизмом денежной эмиссии, но при условии строгого валютного контроля, в том числе наличия валютной биржи. Эмиссия кредитных денег коммерческими банками возможна лишь в небольших объемах, по-

скольку в распоряжении исламских коммерческих банков не все остатки на счетах клиентов, а только средства срочных депозитов; данный канал вброса денег в экономику не обладает гибкостью и не позволяет управлять ликвидностью банковской системы. Институт платежных требований как механизм эмиссии не пользуется спросом даже в традиционной финансовой системе, хотя, надо отметить, в нем отсутствует риба.

Управление ликвидностью банковского сектора. Одна из функций Центрального банка – управление ликвидностью банковской системы. Для этого ЦБ привлекает деньги с рынка либо размещает на нем новые объемы. И первое, и второе осуществляется на конкурентной основе, где критерием выступает процентная ставка. Таким образом, традиционные инструменты кредитно-денежного регулирования – кредиты и депозиты – не соответствуют требованиям шариата. В этой связи следует отметить, что ЦБ является абсолютно безрисковым учреждением, поскольку в теории он способен, эмитировав необходимое количество денег, расплатиться по всем своим обязательствам. Следовательно, руководствуясь базовым принципом шариата «вознаграждение только за труд/риск», можно утверждать, что законных оснований на получение вознаграждения из-за того, что банк разместил в исламском ЦБ деньги на депозит, нет. С другой стороны, исламский ЦБ также не вправе получать от банков вознаграждение за предоставленное им финансирование, поскольку он, будучи безрисковым, таковым и остается, даже если принимает на себя коммерческие риски. Нет риска – нет и вознаграждения.

Инфляция. В рыночной экономике любой товар и услуга могут как дорожать, так и дешеветь вследствие изменения спроса и предложения на отдельные товары, либо вследствие изменений обменного курса национальной валюты, что влечет за собой пропорциональные изменения цен на целые группы товаров. Такого рода инфляция неизбежна и признается шариатом. Вместе с тем, есть и недопустимые по шариату причины возникновения инфляции, например, изменение покупательной способности денег вследствие чрезмерной эмиссии. Из запрета на процентное финансирование вытекает вывод, что деньги – это не товар, и ими торговать нельзя. Зна-

чит, у денег всегда должна быть одинаковая покупательная способность, а ее необоснованное изменение будет фактически означать присвоение государством части средств физических и юридических лиц. Иными словами, вред от инфляции, вызванной чрезмерным выпуском денег в обращение, может быть приравнен к вреду, который наносит рыба. Современная система денежного обращения основана – по крайней мере, теоретически – на строгом контроле объемов эмиссии, что делает ее в этой части соответствующей принципам ислама.

Запреты на гарар (неопределенность) и майсир (спекуляцию) оба соответствуют такой важной характеристике денег, как ликвидность (возможность обменять деньги на любой товар и наоборот). Действительно, чем ниже неопределенность, тем выше шансы на продажу товара или финансового актива по желаемой цене. Конечно, любой товар можно продать – дело в цене, но если владелец желает реализовать товар по разумной цене, необходимы такие условия, при которых неопределенность и спекуляция сведены до минимума. Тогда покупатель будет понижать оценку риска и соответственно соглашаться на более высокую цену.

В то же время наличие налагаемых властями разного рода запретов и ограничений на осуществление торговых операций (по номенклатуре товаров – чем можно торговать и чем нельзя, по правилам ценообразования и пр.) повышает неопределенность, создает условия для спекуляций и в итоге снижает уровень такого соответствия. Например, наличие запретов на торговлю определенными товарами (скажем, на продажу акций иностранцам) или наличие ограничений по ценообразованию (установление предельных норм рентабельности по отдельным товарам) искусственно снижает предложение и, соответственно, способствует повышению цен.

Вопросы уплаты закята. Каждый мусульманин, владеющий 85 г золота (нисаб) или равной ему суммой в денежном эквиваленте, обязан ежегодно (по лунному календарю) платить обязательную милостыню, закят, в размере 2,5%. Для успешного функционирования института закята, а также наследования, все имущество человека должно открыто принадлежать ему. Этот момент немаловажен, так как наличные средства, в отли-

чие от безналичных, могут тайно храниться у человека и при подсчете закята или определении наследуемого имущества остаться без внимания. Таким образом, безналичная форма денег является приоритетной.

Предотвращение недозволенного. Одно из положений шариата гласит, что ничего не должно способствовать недозволенному. Это справедливо и в отношении денег. В связи с этим следует вспомнить один из вопросов, активно обсуждаемых в исламе, а именно – вопрос социальной несправедливости, вызванной несправедливым (неконкурентным) распределением национального богатства. Следовательно, денежный оборот должен не способствовать, а наоборот, препятствовать расслоению общества, при котором малая его часть владеет большей частью активов, а большинство – меньшей частью богатств.

Из всего вышеперечисленного можно сформулировать следующие ключевые требования шариата к деньгам и денежному обороту:

- процесс эмиссии, предоставления денег рынку и их изъятия должен быть свободен от таких недозволенных элементов, как рибба и другие;
- денежные знаки могут быть изготовлены из любого материала;
- эмитентом денег и регулятором денежного оборота могут выступать разные структуры;
- эмитент денежных знаков является безрисковым финансовым учреждением;
- эмитент денежных знаков не вправе вступать с финансовыми институтами в прямые финансовые отношения, имеющие целью получение дохода;
- использование в государстве денежных знаков других стран не запрещается;
- деньги не нуждаются в обеспечении реальными активами;
- деньги должны эмитироваться в количестве, достаточном для обслуживания потребностей экономики;

- запретов и ограничений на денежные операции, а также на обмен и вывоз (перевод) денег быть не должно;
- право собственности человека на денежные знаки не должно быть негласным;
- денежные знаки и денежное обращение должны способствовать сглаживанию социального расслоения населения.

На основании этого списка можно построить следующий механизм эмиссии денег, который соответствует требованиям шариата:

- Минфин страны эмитирует под имеющееся у государства имущество, способное генерировать денежный поток, суверенные сукук в размере предполагаемой эмиссии;
- эти сукук Центральный банк приобретает у Минфина за счет новой эмиссии денег и незамедлительно перепродает сукук уполномоченным коммерческим банкам по номинальной стоимости; Минфин направляет полученные средства на покрытие дефицита бюджета;
- банки перепродают, также по номиналу, эти сукук своим клиентам и/или используют их для бизнеса, например, формируют из них портфели, отдают в залог и прочее; клиенты владеют сукук и получают вознаграждение;
- в будущем Минфин погашает сукук, возвращая таким образом деньги обратно инвесторам.

В результате данной операции происходит фактически следующее: Минфин получает деньги на покрытие дефицита непосредственно от экономических агентов, что можно интерпретировать как доверие инвесторов государству и его денежной единице. В то же время те деньги, которые появились на балансе ЦБ в результате новой эмиссии, «превращаются» в собственные средства Центробанка, которые он в дальнейшем может использовать для текущих операций без опасений навредить денежному обороту.

Глава 4

КЛЮЧЕВОЙ ПАРАМЕТР ИСЛАМСКИХ ФИНАНСОВ

Многочисленные примеры из реальной практики свидетельствуют о том, что исламские банки вынуждены постоянно иметь избыточную ликвидность, потому что они не в состоянии привлекать/размещать друг у друга краткосрочные ресурсы, не нарушая принципов шариата. В то же время центральные банки нередко применяют в отношении исламских банков классические методы и инструменты – процентное кредитование и прием средств на депозит под проценты, объясняя эти шаги отсутствием альтернатив и принципом необходимости (дарура).

Ключевой вопрос, скрывающийся за отмеченной проблемой, звучит таким образом: что считать ожидаемой нормой прибыли в индустрии исламских финансов? Стоимость риска? В традиционной финансовой системе одним из самых признанных ориентиров является ставка кредитования LIBOR, но она отражает стоимость денег. При этом отсутствие у сектора исламских финансов аналогичного собственного «маяка» вынуждает исламских банкиров вести свой бизнес, ориентируясь на изменения ставки LIBOR – флагамена процентной экономики. В итоге возникает противоречие: внешние отношения исламских банков (на уровне «банк – клиент») в достаточно высокой степени соответствуют требованиям шариата, а отношения этих же банков друг с другом или с центральным банком – в целом не соответствуют шариату.

Обзор литературы

Для анализа литературы по данной проблеме был проведен поиск статей на сайте библиотеки Social Science Research Network (ssrn.com), который при использовании ключевых слов

«islamic interbank market» дал результат в количестве 6 статей, а при использовании ключевых слов «islamic money market» – 39. Для сравнения: количество статей по запросу «islamic» составило 1084, «interbank» – 218, а по слову «market» – 22800 статей.

Из первого списка (6 статей) только в одной работе [Sundararajan, V. and Marston, David and Shabsigh, Ghiath, 1998] анализируется исламский рынок МБК. Авторы обращают внимание на то, что в целях управления ликвидностью центральный банк вынужден становиться партнером исламских банков и участвовать в распределении прибыли, принимая на себя, таким образом, коммерческие (производственные, торговые, валютные и прочие) риски. Авторы подчеркивают фактическое отсутствие исламского рынка МБК и наличие из-за этого у исламских банков дополнительных издержек.

Также в работе описан механизм межбанковского кредитования в Малайзии, предложенный еще в 1994 году. Он представляет интерес как попытка рассчитать ожидаемую норму прибыли для исламских банков. В соответствии с ним сумма, подлежащая выплате банку-кредитору, определяется по следующей формуле:

$$X = \frac{P \cdot R \cdot T \cdot K}{365 \cdot 100},$$

где X – сумма, подлежащая выплате банку-«инвестору» (Amount of profit to be paid to the provider of funds);

P – сумма «инвестиций» (Principal investment);

R – отношение валовой прибыли к выручке получателя «инвестиций» (Rate of gross profit (in percent p.a.) before distribution for investments for one year of the receiving bank);

T – срок «инвестирования» в днях (Number of days invested);

K – пропорции распределения прибыли между заемщиком и «инвестором» (Profit sharing ratio).

В этой модели слабым местом является коэффициент R : расчет его будущего значения оказывается зависимым от фактических параметров банка-заемщика, что создает риски искажения отчетности заемщиком с целью уменьшения причитающихся выплат по займу. Кроме того, согласно этой формуле, получается, что под нормой прибыли понимается просто прибыльность заемщика. С этим нельзя согласиться. Например, в традиционной экономике ставка LIBOR отражает взвешенную ставку кредитования каждого из банков. В свою очередь, ставка кредитования, которую использует каждый из банков, формируется на основе взаимодействия банка с большим количеством потенциальных заемщиков. Таким образом, эта ставка является рыночной, сформированной рынком. В предлагаемой же модели параметр R формируется не в ходе конкурентной борьбы, а берется просто из отчетности, причем самого же заемщика. Это как если бы ставка кредитования традиционных банков зависела бы не от спроса и предложения на ресурсы, а от отчетности клиентов.

Из 39 статей во втором списке теме соответствуют четыре. В первой из них [Aniss Boumediene, 2012] подчеркивается, что управление ликвидностью исламских банков в действительности основано на процентных инструментах и не соответствует шариату. Эта мысль повторяется [Al Ajlouni, 2013] наряду с предложением организовать рынок МБК на базе беспроцентного кредита кард аль-хасан. Данный инструмент не предполагает никаких платежей между кредитором и заемщиком и, на наш взгляд, не имеет шансов стать практически востребованным в силу коммерческого характера взаимоотношений банков друг с другом.

Вместе с тем утверждается [Baklanova, Dr. Viktoria and Tanega, Joseph Atangan and Arakcheev, Alexey, 2010], что имеющиеся инструменты управления ликвидностью (Murabahah, Wakala, Sukuk) обеспечивают больший риск при равном уровне доходности или аналогичный риск при меньшем уровне доходности в сравнении с традиционными инструментами. Это утверждение ставит под сомнение возможность исполь-

зования таких инструментов при организации системы управления ликвидностью исламских банков.

Таким образом, можно сделать вывод, что проблема отсутствия инструментария управления Центральным банком ликвидностью исламских банков и отсутствие полноценного исламского рынка МБК находит свое подтверждение.

Обзор практики

Исследования показывают, что в исламских странах неоднократно предпринимались шаги по созданию рынка МБК, но эта практика очень ограничена. Кроме Малайзии, еще Индонезия разработала и внедрила правила предоставления межбанковского депозита на основе принципа вадиа и межбанковских инвестиционных сертификатов, основанных на принципе мудараба¹⁶. При этом центральный банк ввел минимальную процентную ставку для межбанковских инвестиционных сертификатов, основанную на существующей ставке по государственным инвестиционным ценным бумагам плюс спрэд. Использование инструмента, на основании которого банк не платит вознаграждения за депозит, но может сделать подарок клиенту, а также применение фиксированной ставки за инвестиционные сертификаты делает систему неустойчивой и зависящей от субъективных факторов.

Интересная практика полурынка МБК существует в Бахрейне. Базирующаяся там Arab Banking Corporation учредила специальную компанию и передала ей некое имущество. Корпорация открывает счета всем, желающим разместить у нее депозит: на поступившие средства она каждый вечер закупает акции этой специальной компании, а утром продает их обратно и возвращает клиентам их средства с наценкой (в пределах 0,15% годовых), которая образовалась якобы потому, что за ночь активы специальной компании подорожали. Утверждается, что если утром стоимость активов спецкомпании упадет, то корпорация гарантирует покрытие убытка. Для кли-

¹⁶ Исламские финансовые рынки. Денежный рынок:

<http://islam->

[today.ru/ekonomika/islamskie_finansovye_rynki_denezhnyi_rynok/](http://islam-today.ru/ekonomika/islamskie_finansovye_rynki_denezhnyi_rynok/)

ентов корпорации доступно только размещение средств, но не привлечение.

Свой вклад в развитие индустрии внесла компания Thomson Reuters. Она организовала и запустила индикатор The Islamic Interbank Benchmark Rate (IIBR). Индикатор представляет собой взвешенную оценку ожидаемой нормы прибыли (expected profit rate), получаемую в результате опроса ряда исламских банков и «исламских окон» традиционных банков. Схожий параметр используется в Дубае, а именно, Emirates Interbank Offered Rate (EIBOR). Данный индикатор соответствует параметру R из вышеприведенной формулы и свидетельствует о рентабельности банковского бизнеса, но не о величине вознаграждения за риск.

К наиболее распространенным инструментам взаимодействия центральных банков и исламских банков относится торговая мурабаха (Commodity Murabaha) – сделка купли-продажи каких-либо ликвидных биржевых товаров, вынуждающая Центробанк принимать на себя коммерческие риски, что, как отмечалось выше, недопустимо.

Критика взаимоотношений между центральным банком и исламскими банками

На основании сказанного выше можно выдвинуть следующий тезис: существующая практика взаимоотношений между центральным банком и исламскими банками, а также между самими этими банками не соответствует требованиям шариата. Рассмотрим этот тезис в разрезе двух базовых операций: предоставления центральным банком (ЦБ) кредитов исламским банкам (ИБ) и размещения ИБ депозитов в ЦБ.

1. ЦБ – это априори безрисковая организация. Соответственно, если ИБ размещает свои средства на депозите в ЦБ, то он не принимает на себя никакого риска. Следовательно, ИБ не вправе не только получать, но даже и ожидать какого-либо вознаграждения за свой депозит: нет риска – нет награды.
2. Как безрисковая организация ЦБ не вправе принимать на себя какие-либо предпринимательские риски. В част-

ности, он не вправе участвовать в коммерческих сделках по купле-продаже каких бы то ни было товаров, целью которых может быть предоставление финансирования ИБ.

3. Следует добавить, что ЦБ не занимается предпринимательской деятельностью и не преследует цель извлечения прибыли, поэтому ни при приеме депозитов, ни при выдаче кредитов ЦБ не вправе принимать на себя предпринимательские риски. Соответственно, он не может иметь коммерческой прибыли от подобных операций. Но в таком случае, раз нет прибыли, значит, ЦБ нечем делиться с потенциальными партнерами.

Подводя итог вышесказанному, можно отметить, что центральные банки не могут напрямую вступать в какие-либо операции с ИБ, соответственно, между ними должен быть посредник, специальная организация (SPV), которая будет выступать в роли агента ЦБ по управлению ликвидностью ИБ. Кроме того, необходимо создание специального актива, который будет использоваться SPV при осуществлении сделок с ИБ.

*Предложения по организации взаимоотношений
между Центральным банком и исламскими банками*

1. Министерство финансов эмитирует долгосрочные облигации сукук с ежедневно выплачиваемым купоном, а ЦБ устанавливает для ИБ требование о наличии в структуре их активов минимального объема этих сукук.
2. ЦБ учреждает специальную организацию SPV, которая будет поставлять (изымать) ликвидность исламским банкам.
3. SPV и исламские банки совместно выкупают объем эмиссии этих сукук у Минфина, причем SPV осуществляет выкуп за счет средств, предоставленных ЦБ, а ИБ – за счет собственных средств.

При этом порядок управления ликвидностью исламских банков будет выглядеть следующим образом. Например, ЦБ по каким-то причинам посчитает необходимым увеличить ликвидность в банковской системе. Для этого он даст соответствующее указание SPV, которое предложит ИБ заключение договоров репо. На первом этапе ИБ продает сукук из своего портфеля активов, а SPV покупает их. На втором этапе стороны пользуются активами: SPV ежедневно получает платежи по сукук, а ИБ – инвестирует привлеченные средства. На третьем этапе выполняется обратная операция. В обеих сделках стоимость сукук одинакова, так как это долг, а его стоимость не может меняться. По итогам двух сделок у ИБ должны появиться доходы от дополнительных инвестиций (если, конечно, ИБ грамотно распорядится средствами), а SPV станет владельцем ежедневных платежей, причитающихся по купленным облигациям.

Рассмотрим это на примере таблицы 2, где ИБ продает 100 сукук, стоимостью 1 руб. каждая, а SPV покупает их.

Таблица 2.1. Пример увеличения ликвидности
в банковской системе

	SPV	Движение активов	Исламские банки
Первый этап репо			
1.1	+ 100 сукук	< ==	- 100 сукук
1.2	- 100 руб.	== >	+ 100 руб.
Второй этап репо			
День 1-й	+ Платеж по сукук		Использование 100 руб.
День 2-й	+ Платеж по сукук		Использование 100 руб.
...	...		...
День n	+ Платеж по сукук		Использование 100 руб.
Третий этап репо			
3.1	- 100 сукук	== >	+ 100 сукук
3.2	+ 100 руб.	< ==	- 100 руб.

Источник: Разработано авторами. Все цифры условные.

В другом случае ЦБ может посчитать необходимым сократить ликвидность в банковской системе. Для этого он даст соответствующее указание SPV заключить договора репо с ИБ. На первом этапе SPV продает сукук из своего портфеля активов, а ИБ приобретает их. На последнем – бумаги выкупаются обратно. На время двух сделок у ИБ сокращается ликвидность, но взамен они получают платежи по сукук.

Вместе с тем, следует отметить, что в индустрии исламских финансов сделки репо не приветствуются. Главные замечания к ним сводятся к тому, что цена покупки актива отличается от цены обратной сделки, а обратная сделка вообще не может быть заключена, если в момент подписания договора у сторон сделки нет в собственности в достаточном количестве продаваемого обратно товара. Поэтому особое внимание должно быть обращено на следующие параметры предлагаемых операций:

1. Поскольку Минфин не является безрисковой организацией, все сделки с сукук будут сопряжены с риском, соответственно, получение сторонами вознаграждения (ежедневный купон) является обоснованным и отвечает требованиям шарията.
2. Сделки репо заключаются между партнерами, в портфеле активов которых уже есть продаваемая/покупаемая облигация, следовательно, обратная сделка будет заключаться партнером, уже владеющим такими сукук, а не просто обещающим продать их обратно в будущем. Таким образом, эти сделки репо соответствуют шарияту.
3. Стоимость облигаций как при первой сделке, так и при обратной, будет неизменной, что соответствует шарияту.

Выбор контрагента

Выбор контрагента в традиционных финансах – это конкуренция по процентной ставке. А по какому параметру следует вести конкуренцию в исламских финансах? Этот важный вопрос касается механизма выбора партнера по сделке при не-

совпадении спроса и предложения на рынке. В традиционной экономике все решает размер предлагаемой/запрашиваемой процентной ставки. В условиях предлагаемой модели также присутствует конкуренция, но не за размер платежа по сукук, не за стоимость облигации, а за количество сукук в рамках обратного выкупа (третий этап операции репо). Предположим, что SPV размещает денежные средства, т.е. планирует увеличить ликвидность банковской системы. Для этого оно выкупает у исламских банков некоторое количество сукук. Очевидно, что величина, на которую следует увеличить ликвидность, заранее определяется центральным банком, поэтому количество покупаемых сукук будет известно заблаговременно. Но вот количество выкупаемых обратно сукук может отличаться, и этот фактор может стать основанием для конкуренции. В зависимости от рыночной конъюнктуры, банки могут предлагать SPV разное количество сукук, что служит основанием для выбора из имеющихся банков-претендентов именно тех, которые предложат наибольшее (или наименьшее) количество сукук для обратного выкупа.

Таким образом, можно сформулировать следующие важные выводы:

1. Центральный банк, будучи безрисковой организацией, не вправе напрямую вступать в финансовые отношения с исламскими банками. Для этих целей ему следует учредить специальную организацию-посредника – SPV.
2. Для организации процесса управления ликвидностью исламских банков нужен специальный финансовый инструмент – облигации сукук с ежедневной выплатой платежей, эмитируемые министерством финансов.
3. SPV выступает одновременно и как проводник политики ЦБ по управлению ликвидностью, и как организатор исламского рынка МБК.
4. Норма прибыли в индустрии исламских финансов определяется величиной платежа по облигациям сукук с ежедневной выплатой процентов, поскольку это плата за

наименьший риск, который только можно найти на рынке.

5. Конкуренция за финансовые ресурсы в секторе исламских финансов определяется количеством сукук, выкупаемых на третьем этапе операций репо.

Уже в ближайшей перспективе исламские страны могут создать на базе национальных SPV систему поддержки национальных валют. Для этого национальные SPV будут заключать между собой договора репо, используя национальную валюту и облигации сукук. А в отдаленном будущем на базе национальных SPV может возникнуть специальная структура, которая выступит эмитентом денежной единицы всех мусульманских стран – исламского динара.

Модель ключевого параметра исламских финансов

В исламской финансовой системе отсутствует ключевой финансовый параметр, который задавал бы базовую характеристику денежно-кредитным отношениям. В мировой финансовой системе это ставки рынка межбанковских кредитов, типа LIBOR в Лондоне, MosPrime Rate в Москве и др. Отсутствие этого параметра вынуждает исламские финансовые власти волюнтаристски устанавливать величину вознаграждения за финансирование или просто ретранслировать процентную ставку, формируемую в традиционных банках. Для решения данной проблемы предлагается:

- сформировать список из наиболее крупных и ряда средних предприятий, имеющих стратегическое значение для экономики страны с исламской финансовой системой;
- обязать эти предприятия осуществить довыпуск своих акций, например, на 1%, и продать их в собственность государства;
- государству в лице Минфина осуществить выпуск суверенных сукук, в основе которых будет лежать пул из акций отмеченных предприятий;

Данные сукук будут генерировать доход, отражающий среднерыночную доходность бизнеса в стране. Этот параметр может быть использован Центральным банком и коммерческими банками как объективный и справедливый ориентир для определения стоимости финансирования в рамках исламских финансовых контрактов. Кроме того, он будет отражать реальное положение дел в экономике страны. Помимо суверенных сукук с общестрановой базой, Минфин может выпускать секторальные сукук, отражающие положение дел в отдельных отраслях и служащие объективным ориентиром для оценки уровня риска в этих отраслях.

Глава 5

ИСЛАМСКИЙ АНАЛОГ МОДЕЛИ DCF

В этой главе мы рассмотрим модель ценообразования финансовых активов, которая способна устранить несовместимость самой популярной в мире модели ценообразования – модели дисконтирования денежных потоков – с логикой исламских финансов. Для разработки такой альтернативы предположим, что существует финансовый актив, по которому планируется выплатить некую сумму. Это событие (выплата денег) ожидается в будущем, и поэтому всегда будет существовать неопределенность относительно получения этих средств (вероятность банкротства эмитента). Данная неопределенность снижает ценность обещанных в будущем денег на величину, соответствующую степени этой самой неопределенности. Исходя из этого, отправной точкой разработки модели является тезис, что текущая стоимость любой денежной выплаты, ожидаемой в будущем, определяется степенью неопределенностью получения этих выплат.

Следовательно, если по финансовому инструменту известны две оценки – сумма, планируемая к выплате в будущем, и текущая стоимость инструмента, полученная на основе биржевых или внебиржевых торгов, то взаимосвязь между ними будет определяться вероятностью того, что эмитент этого инструмента выплатит обещанную сумму.

Например, при наличии актива, который в настоящее время стоит \$100 и по которому через год будет выплачено \$110, взаимосвязь между двумя этими цифрами отражает будущую стоимость с поправкой на вероятность неполучения этой суммы. Таким образом, \$100 – это математическое ожидание от \$110.

Зафиксируем, что текущая стоимость актива является функцией от будущей стоимости:

$$(1.) PV = f[FV]$$

где PV – текущая стоимость финансового актива (Present Value of Financial Asset, PV);

FV – будущая стоимость финансового актива (Future Value of Financial Asset, FV).

Логика формулы 1 не нова. В мире существует много моделей ценообразования финансовых активов, основанных на математическом ожидании. Все они делятся на две группы в зависимости от того, что служит фактором дисконтирования: модели, основанные на потреблении (Consumption-based model) или альтернативные модели. Главная формула ценообразования в моделях, основанных на потреблении, имеет следующий вид:

$$(2.) PV_t = f_t \left[\beta \frac{u'(c_{t+1})}{u'(c_t)} FV_{t+1} \right]$$

где фактор дисконтирования: $m_{t+1} = \beta \frac{u'(c_{t+1})}{u'(c_t)}$

t – момент времени;

β – субъективный фактор для коррекции риска инвестора;

$u'(c_t)$, $u'(c_{t+1})$ – производные функций потребления инвестора;

c_t , c_{t+1} – потребление инвестора в моменты t , $t + 1$.

Формула 2 основана на идее, что инвестор дисконтирует выплаты исходя из своих предпочтений (маржинальной полезности). Цена рассчитывается как матожидание произведения отношения между маржинальными полезностями (текущей и будущей) на будущие выплаты по активу. Модель предполагает непостоянность фактора дисконтирования и его изменяемость в зависимости от условий. В период рецессии

текущее потребление низкое, поэтому маржинальная полезность высокая, значение дроби будет низким, а значит, цена актива тоже будет низкой. Альтернативные модели раскладывают фактор дисконтирования m_{t+1} как линейную комбинацию разных переменных, а самым известным примером факторной модели является модель CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Следующим (вторым) шагом в формировании модели ценообразования является предположение, что вероятность достижения или не достижения какого-либо значения может быть максимально эффективно описана классическим уравнением броуновского движения (для двухмерного пространства):

$$(3.) S = \sqrt{n} * \lambda$$

где S – смещение, то есть расстояние по прямой от точки начала движения частицы до точки окончания ее маршрута;

n – количество перемещений или сколько раз частица меняла направление движения;

λ – средняя длина одного перемещения.

В современных условиях воздействия на эмитента финансового актива многочисленных экономических, общественных, политических и других факторов, что сродни бомбардировке броуновской частицы молекулами, применение логики формулы 3 представляется обоснованным. Тем более, что идея использования при ценообразовании финансовых активов логики броуновского движения также не нова, она успешно применяется в модели ценообразования опционов.

Третий шаг формирования модели – это замена оригинальных параметров формулы 3 на их финансовые аналоги. Данная формула демонстрирует то, сколько раз (параметр n) происходило изменение направления движения броуновской частицы, после чего средняя «длина одного перемещения» (λ) превратилась в значение «смещения» (S). Соответственно:

- «количество изменений направлений движения» (n) – аналог временного периода между PV и FV ;
- «средняя длина одного перемещения» (λ) – исходная стоимость актива или PV ;
- «смещение» (S) – будущая стоимость актива или FV .

Исходя из этого, формула 3 может быть записана следующим образом:

$$(4.) FV = \sqrt{n} \cdot PV.$$

И четвертый шаг. Поскольку в формуле броуновского движения параметр n измеряется в количестве перемещений, а в финансовых вычислениях мы имеем дело с временным интервалом, обычно кратным году, то содержание параметра n следует уточнить. В связи с тем, что наименьшим временным периодом для совершения финансовой сделки является один день, то параметр n предлагается считать в годах, но с точностью до одного дня:

$$(5.) n = \frac{X}{365}$$

где X – количество дней в периоде между PV и FV ;
365 – количество дней в году.

Но поскольку параметр n в формуле 3 всегда больше единицы, сделаем соответствующую корректировку:

$$(6.) n = \frac{X}{365} + 1$$

Тогда формула 4 приобретает следующий вид:

$$(7.) PV = \frac{FV}{\sqrt{\frac{X}{365} + 1}}$$

Полученная формула отражает естественную вероятность, одинаковую для всех эмитентов. Однако следует учесть, что разные компании обладают разными возможностями сопротивления случайным событиям и могут улучшить или наоборот ухудшить свою способность выполнять обещанные платежи, за счет более или менее эффективной организации бизнеса, соответственно. Тогда в формулу 7 следует ввести параметр, отражающий индивидуальные характеристики эмитента:

$$(8.) PV = \frac{FV}{\sqrt{\frac{X(1-k)}{365} + 1}}$$

где k – коэффициент эффективности эмитента финансового актива, долей; характеризует способность эмитента уменьшить естественные риски неисполнения обещанных платежей.

Приведем пример для иллюстрации формулы 8: актив, по которому через год предполагается выплата \$110, сегодня продается по цене \$100. Применяя формулу, мы получаем значение коэффициента k эмитента актива 79%. Это достаточно большое значение, которое говорит о высокой степени вероятности того, что эмитент осуществит запланированный платеж. Иными словами, при этом значении коэффициента k матожидание от \$110 равняется сегодня \$100.

Коэффициент k озвучивается в процентах, но в формуле 8 используется в долях. Он изменяется от нуля (удовлетвори-

тельное значение) до 100% (наилучшее значение). Когда k равен нулю, это значит, что эмитент совершенно не способен приуменьшить обычные естественные риски при обеспечении запланированного платежа. Когда коэффициент равен 100%, это значит, что эмитент настолько эффективно организовал свой бизнес, что вероятность неплатежа равна нулю (хотя на практике это невозможно). Таким образом, на участке от нуля до единицы k демонстрирует рост вероятности выполнения платежа. Значение k ниже нуля указывает на возможности компании по обеспечению платежа даже меньше природных, но все еще не означает полной неплатежеспособности.

С точки зрения логики, коэффициент k в формуле 8 можно интерпретировать также как количество дней, которые эмитент благодаря своей эффективной организации бизнеса условно экономит заемщику (владельцу актива). Иными словами, если коэффициент k у компании меньше единицы, то дав кредит на 365 дней, такой банк принимает на себя риски, эквивалентные меньшему периоду, а именно — $k \cdot 365$ дней.

Поскольку в основе данной модели лежит механизм матожидания, она получила название «модель ожидаемых денежных потоков» (Expected Cash Flows, ECF). Она может применяться для оценки стоимости кредитов, акций, облигаций и аннуитетов.

Выводы:

Коэффициент дисконтирования из модели ECF достаточно логичен. Модель демонстрирует резкое снижение значения коэффициента дисконтирования на ближайший период и более плавное — в среднесрочной и долгосрочной перспективах. Это хорошо коррелируется с пониманием риска неплатежа, который существенно меняется при изменении продолжительности займа, например, с одного дня до месяца, но не так существенно при изменении срока займа, к примеру, с трех лет до пяти.

Как бы ни менялась рыночная ставка процента, текущая стоимость актива будет зависеть только от восприятия рын-

ком индивидуальных характеристик эмитента. Это совершенно иная модель реакции на события, вполне соответствующая логике запретов шарриата.

Что касается восприимчивости модели ЕСФ к спекуляции финансовыми активами, то в условиях спекуляции результаты расчетов, в том числе коэффициента k , могут оказаться некорректными. Следовательно, для эффективного применения модели следует максимально минимизировать возможности осуществления спекулятивных операций.

Модель ЕСФ дает возможность рассчитать эффективность организации бизнеса компании-эмитента актива и характеризует ее способность выполнять взятые на себя обязательства. При $k = 0$ компания характеризуется неспособностью уменьшить характерные для естественных условий риски. При $k = 1$ компания признается настолько эффективно организовавшей бизнес, что риска неплатежа нет вообще, и $PV = FV$. На практике такое невозможно, следовательно, k для лучших компаний будет бесконечно стремиться к 1. Ситуация, когда k признает компанию полностью неплатежеспособной, в явном виде не задается, а k имеет возможность расти в отрицательном диапазоне бесконечно.

В целом ЕСФ предлагает принципиально новую модель мышления, где цена актива не зависит ни от рыночных факторов стоимости, ни от инфляции, ни от количества начислений процентов в течение года. Участникам рынка придется отказаться от термина «ставка процента» и забыть сценарии поведения финансовых активов согласно модели дисконтирования.

Глава 6

СПЕКУЛЯЦИИ НА ФОНДОВОЙ БИРЖЕ

В этой главе мы проанализируем традиционную биржевую инфраструктуру на предмет соответствия требованиям исламской финансовой модели. Для этого анализируется структура рыночной котировки финансовых активов и генерируется вывод, что ее компонентом является финансовый актив, идентичный коммерческому кредиту. Соответственно, при таких условиях, с точки зрения исламской финансовой системы, абсолютно любой финансовый актив будет являться неприемлемым для инвестирования, поскольку его котировка содержит элементы ростовщичества. В связи с этим необходим новый вариант устройства инфраструктуры исламских биржевых торгов финансовыми активами, позволяющий исключить использование непозволительных с точки зрения шариата элементов.

Отметим, что анализировать необычайно сложный объект (коим, несомненно, является котировка, а ее сложность зависит от большого количества факторов, влияющих на нее, причем часть факторов, таких, например, как информация, пока не поддаются формализации) возможно только путем упрощения объекта анализа. Поэтому самый первый шаг, который необходимо сделать в этом направлении, – это задать для финансовых рынков такие ограничения, которые позволят исследователю делать логически обоснованные выводы относительно проведения котировок.

Предположения и допущения

Прежде чем сформулировать данные ограничения, целесообразно уточнить, кто же формирует котировки? Ответ: две категории участников торгов – брокеры и дилеры. Следовательно, мы должны задать предположения так, чтобы исклю-

читать неформализуемое влияние на брокеров и дилеров многочисленных факторов и выявить ту базовую ситуацию, которую по аналогии с физикой можно назвать «элементарной частичкой» процедуры торгов, в которой поведение участников может быть предсказуемо, а значит, качественно исследовано. Исходя из сказанного, сформулированы следующие предположения, что за период наблюдения за котировками определенной компании:

- на рынок не поступает никакой информации;
- брокеры не получают ни заказов на покупку, ни заказов на продажу;
- у брокеров нет неисполненных заказов ни на покупку, ни на продажу;
- на рынок ценных бумаг не поступает никаких новых инвестиций, а также нет оттока инвестиций;
- дилеры обладают примерно равным профессионализмом и в целом одинаково оценивают риски активов;
- торговля осуществляется одинаковыми по объему (количество ценных бумаг) лотами;
- из всех финансовых рынков существует только один — рынок акций, и на нем обращаются акции только одного эмитента.

Иначе говоря:

- новостные ленты пусты, и у торговцев нет никаких информационных поводов для пересмотра котировок (макроэкономических, микроэкономических, политических, имиджевых и пр.);
- нет заказов от клиентов, в том числе невыполненных, поэтому брокеры в торгах не участвуют и их влияние на котировки полностью исключено;
- на рынке остаются только дилеры, но и у них нет никаких оснований для пересмотра котировок.

При этом базовая мотивация дилера – это необходимость управления теми денежными ресурсами, которые ему доверены. «Необходимость управления» означает необходимость их приумножения, увеличения стоимости капитала. Это базовый мотив, который вне зависимости от чего-либо будет определять действия дилеров.

Теперь с учетом этого мотива рассмотрим поведение дилера в условиях полного «вакуума», который мы ему создали вышеупомянутыми предположениями. Подчеркнем, что дилеры остаются один на один друг с другом. У них примерно равный профессионализм, примерно равная мотивация к получению дохода. «Вокруг» них нет непрофессиональных инвесторов, нет информации и, соответственно, нет оснований для пересмотра прогнозов денежных потоков по компании. Единственный способ заработать, который у них остается, – это найти путь перераспределения денежных средств другого дилера в свою пользу. Инструмент для этого только один – изменение выставляемых заявок на покупку или продажу, в том числе их отзыв.

Согласно условиям, у профучастника в описываемый момент нет абсолютно никаких оснований для пересмотра котировок. Но, тем не менее, соседствующие сделки по ликвидным бумагам практически никогда не имеют одинаковых котировок. Чтобы убедиться в достоверности этого факта, достаточно посмотреть котировки ликвидных бумаг (кстати, период торгов в пределах секунды вполне можно отнести к торгам в условиях, крайне приближенных к заданным нами).

Иными словами, несмотря на отсутствие реальных причин изменять цены, мотивация дилера (то есть необходимость увеличения капитала) вынуждает его совершать операции по разным ценам. С интуитивной точки зрения, ситуация выглядит нелогичной – торги не прекращаются, несмотря на отсутствие оснований для пересмотра котировок. Скорее, это похоже на какую-то игру с расчетом на удачу, а не на торги (то есть процедуру, рассчитанную на установление справедливых цен).

*Двухкомпонентность структуры рыночной котировки
финансовых активов*

В этой связи возникает вопрос: если нет оснований для изменения котировок, а котировки, тем не менее, в ходе торгов изменяются, то чем же таким торгует профучастник? Современная финансовая наука признает в составе котировки наличие приведенной стоимости будущих денежных потоков компании и, кроме того, она утверждает, что котировка – это сумма приведенной стоимости и еще чего-то. Это «еще что-то» может быть только каким-то другим финансовым активом и ничем больше (никак не специями, нефтью или кирпичами). Следовательно, котировка – это сумма двух финансовых активов, каждый из которых может быть представлен в виде приведенной стоимости своих денежных потоков. Первый денежный поток – от конкретной компании, чьим именем называется торгуемая ценная бумага, а второй – от неизвестного (пока) объекта.

Чтобы максимально полно охватить ситуацию, проанализируем «первый» актив, а именно приведенную стоимость будущих денежных потоков компании, на предмет того, может ли она торговаться на бирже (то есть представляет ли она такой большой интерес для торговцев, чтобы быть для них объектом регулярной купли-продажи). И сразу же, забегаая наперед, ответим – нет, в силу своих характеристик она вообще не может быть объектом регулярных торгов.

Дадим обоснование этому утверждению. Вначале рассмотрим стандартный однотипный товар, например, стол. Может ли стол в стандартных экономических условиях представлять интерес с точки зрения его многократной купли-продажи? Допустим, его стоимость 100 рублей, и первый покупатель приобрел его по этой цене. Затем первый покупатель захотел стол продать. Сможет ли он продать его за цену, которая будет превышать исходную, и заработать некоторую доходность? Да, если изменились какие-то принципиальные условия хозяйствования, а, если нет (именно это и заложено в наших предположениях) – то не сможет. Он не сможет продать его даже за те же 100 рублей, поскольку новый покупа-

тель будет понимать, что стоимость этого товара неизменна и не будет расти. Кроме того, не следует забывать и о транзакционных издержках, которые будут сопровождать каждую сделку. Тогда желание все-таки превратить стол в торгуемый товар приведет к раздвоению рыночной цены на цену покупки и цену продажи, как, например, это имеет место при розничной торговле иностранной валютой.

Теперь перейдем от стоимости стола к приведенной стоимости прогнозируемых денежных потоков компании. Ситуация будет аналогичной. Приведенная стоимость (в наших условиях, напомним, она постоянна, поскольку нет оснований для ее пересмотра, например, информации об изменении будущей прибыли компании) будет неизменной, следовательно, у торговцев не будет заработка на ее купле-продаже, а только убыток. Однажды сменив владельца, далее уже актив окажется невостребованным.

Тогда мы можем констатировать, что из двух активов, слагающих котировку, первый – никак не участвует в формировании ее волатильности, а, следовательно, причины все же реально существующей изменчивости надо искать в характеристиках второго.

Поскольку «второй» – это в любом случае финансовый актив, а разные виды активов отличаются друг от друга лишь конструкцией денежных потоков, то следует понять структуру денежных потоков «второго актива». Вспомним, что существует всего три разновидности финансовых активов, если классифицировать их по структуре денежных потоков, а именно:

- простой кредит – возврат основной суммы долга вместе с начисленными процентами одним платежом в конце срока займа;
- облигация – выплата процентов в течение срока займа и возврат основной суммы долга в конце срока обращения;
- акция – выплата дивидендов в течение неограниченного срока.

Акция и облигация на роль «второго актива» не подходят, так как их конструкции предполагают выплату процентов или дивидендов, а реалии торгов таковы, что в интервалах между заключенными на рынке сделками процентные выплаты не предполагаются. Следовательно, пользуясь методом исключения, остается единственный вариант – признать, что «второй» актив по структуре своих денежных потоков – это аналог простого кредита.

Поскольку таков был ключевой тезис концепции, повторим сказанное другими словами. В условиях действия наших предположений, когда нет никакой новой информации и, соответственно, размер приведенной стоимости (да и, вообще, любого финансового актива) неизменен, размер котировки может меняться только в результате регулярной смены «второго» актива, замены его на новый, аналогичный, но с другой стоимостью. Это, в частности, означает, что срок жизни «второго» актива должен быть крайне ограниченным – от сделки к сделке. Единственно разумным объяснением того, что понимается под «сменой актива», может быть следующее: погашение «старого» актива и выпуск ему на смену нового. Причем, раз у второго актива есть «срок жизни», то есть срок, на который он выпущен, то он априори не может быть акцией. Итак, котировка меняется потому, что в цене актива регулярно обновляется «второй» компонент, по которому не предусматривается выплата процентных платежей. Следовательно, это может быть только такая форма денежных потоков, как простой кредит.

В конечном счете мы выходим на следующую конструкцию рыночной котировки финансовых активов. Она состоит из приведенной стоимости денежных потоков, прогнозируемых от эмитента, и кредита, который профучастники фактически навязывают друг другу (возможна и обратная ситуация – с займом). Не будь этого кредита и этого скрытого, косвенного принуждения к его получению/предоставлению, котировка актива потеряла бы волатильность и превратилась бы в два простых компонента: цену покупки и цену продажи.

Итак, рыночная котировка финансового актива определяется по формуле:

$$(2.2) \ S = S_{PV} + S_L$$

где S – рыночная котировка финансового актива;

S_{PV} – приведенная стоимость будущих денежных потоков эмитента;

S_L – приведенная стоимость финансового инструмента, аналога простого кредита.

*Двухкомпонентность структуры рыночной котировки
с точки зрения шариата: азарт*

Азарт (майсир) однозначно запрещен в тексте самого Корана (2:219, 5:90-91). Этот запрет служит основанием неприемлемости использования отдельных элементов современной светской экономики. Например, на основании того, что трансграничные перемещения крупных сумм инвестиций осуществляются с целью собственного расширенного воспроизводства, но без производства реальной продукции, делается вывод о связи этого процесса с азартом и неприемлемости господствующей в мире финансовой системы для последователей ислама.

Так и в рассматриваемой нами модели система котировок априори таит в себе элемент азарта, а потому любые разговоры о допустимости с точки зрения шариата отдельных продуктов на фондовых рынках бессмысленны. Мы полагаем, что, действуя на рынке как участник игры в рулетку, профучастник будет продавать и покупать в расчете на прибыль, которая формируется только на основании удачи. Единственное, что может удержать его – это неизбежный убыток и транзакционные издержки. Правила этой игры таковы: предоставление (навязывание) неизвестному партнеру кредита в размере «как удастся» на срок, определяемый самим профучастником, с погашением в размере «как получится». Иными словами: вложить меньше, забрать больше. Это игра на деньги самими деньгами.

*Двухкомпонентность структуры рыночной котировки
с точки зрения шариаха: ростовщичество*

Существующие механизмы формирования котировок содержат в себе другой более опасный, с точки зрения шариаха, элемент — *риба*. Он возникает в связи с тем, что возврат кредита осуществляется в сумме, отличной от первоначальной. Рассмотрим механизм возникновения кредита при формировании котировок. Вопреки идеалистическим взглядам некоторых мусульманских правоведов и экономистов, сконструировавших идеального участника рынка, известного под именем *homo islamicus*, мы полагаем, что механизм возникновения кредита заложен в коллективном подсознательном, присущем любому человеку вне зависимости от его веры или неверия. Приведем в качестве личного наблюдения «эффект волны», возникающий в результате покачивания (влево-вправо) в такт толпы, стоящей перед эскалатором в метро, в ожидании своей очереди перейти на движущуюся лестницу. Никто этих людей не организовывал, никто не давал им соответствующих команд. Просто каждый человек понимает, что в условиях движения вперед маленькими шагами и покачивания влево-вправо (из-за особенностей механики ходьбы), он рискует ощутить сильный дискомфорт, если будет все время толкаться с соседями справа и слева, у которых тот же выбор (перекачиваться влево-вправо). Поэтому каждый рациональный человек стремится согласовать колебательные движения своего корпуса с движением соседей. В результате чего возникает «эффект волны».

Применительно к нашей теме, можно предположить, что профучастники, вне зависимости от их веры или неверия, оказавшись в условиях дискомфорта (отсутствие возможности заработать на торговле приведенной стоимостью прогнозируемых денежных потоков эмитента) и столкнувшись с угрозой потерпеть убытки, начнут искать пути согласования своих действий. Таким образом, профучастники интуитивно определяют и, не договариваясь, соглашаются на единственно возможный способ создания на фондовом рынке волатильности, а именно: торговать друг с другом краткосрочным кредитом.

*Двухкомпонентность структуры рыночной котировки
с точки зрения шариа: чрезмерный риск*

В контексте приводимых ранее рассуждений можно вывести правило, которое будет действовать в условиях заданных предположений: среднее значение доходности кредита за торговый период должно равняться нулю.

Обосновать сказанное можно следующим образом. Размер кредита может меняться в зависимости от мотивации профучастника, но каждый профучастник будет понимать, что текущее отклонение от реальной стоимости кредита является искусственным, необоснованным. Следовательно, профучастник будет всегда ориентирован на возврат к исходному значению кредита, и тогда среднее значение доходности кредита за торговый период будет равняться или максимально приближаться к нулю. В этом случае финансовый актив всегда будет иметь некий риск, выраженный стандартным отклонением его доходности, и доходность, всегда равную нулю. Но тогда получается, что кредит (т.е. второй компонент котировки) – это финансовый актив, по характеристикам прямо противоположный безрисковой ценной бумаге. Иными словами, это актив, имеющий «бездоходный риск»: какой бы риск ни принимал на себя дилер, это не повлияет на размер его вознаграждения. Отсюда вытекает весьма существенное последствие: риск и доходность второго компонента котировки не взаимосвязаны.

Но тогда мы можем утверждать, что имеет место еще один недопустимый, с точки зрения шариа, элемент – чрезмерный, неоправданный риск (гарар). Гарар также означает информационную асимметрию, которая ведет к обогащению одной стороны за счет другой. В случае с формированием котировок и с фондовым рынком, в целом, очевидно, что профессиональные участники априори обладают большим объемом информации, чем непрофессиональные, что позволяет им даже в моменты кризисов выходить с наименьшими потерями за счет неопытных игроков на рынке. Допустимо ли это с точки зрения шариа? Очевидно, что нет. Любой участник, не обладающий профессиональными знаниями и

навыками работы на фондовом рынке, обречен на то, чтобы за его счет обогатились профессионалы.

Выводы

В структуре рыночной котировки присутствуют элементы ростовщичества, азарта и чрезмерного риска. Это означает, что любой финансовый актив, торгуемый на бирже, вне зависимости от того, ведет ли компания свою деятельность в соответствии с требованиями шариата или нет, является непозволительным для инвестирования.

Главный урок, который можно извлечь из двухфакторности рыночной котировки, это некорректность современной системы торгов финансовыми активами, что создает почву для существования такого явления, как спекуляция активами. Считается, что это явление якобы создает ликвидность рынку. Но это сомнительный аргумент, поскольку возможность продать актив зависит не от количества сделок вообще, а от соотношения инвестиционного спроса и инвестиционного предложения. Наличие спекуляции привносит в рыночную среду искусственную неопределенность, поскольку создает искусственный спрос и искусственное предложение, в результате чего стоимость актива искажается.

Поэтому можно констатировать, что в современных условиях исламские финансовые продукты являются такими же объектами спекулятивных сделок, как и традиционные, и в их структуре наличествуют гарар, майсир и риба. По нашему мнению, без изменения процедуры биржевых торгов большинство представленных на рынке исламских финансовых продуктов будут фикцией, результатом не вполне справедливого компромисса между финансистами и мусульманскими правоведами – членами шариатских советов.

Решение данной проблемы заключается в создании условий, исключающих невозможность биржевой спекуляции и как следствие – возникновения «второго компонента котировки» – кредита. На практике это может выглядеть как создание двухуровневой системы биржевых торгов ценными бумагами:

- первый уровень – «оптовая», традиционная биржевая торговля ценными бумагами, но только между ограниченным кругом уполномоченных дилеров;
- второй уровень – «розничная» торговля финансовыми активами, рассчитанная на широкий круг инвесторов, в том числе частных. При этом компании-дилеры выступают в качестве маркет-мейкеров и осуществляют скупку и продажу финансовых активов с определенным ценовым лагом (как это происходит в настоящее время при купле-продаже иностранной валюты в обменных пунктах).

При этом внебиржевая торговля может остаться без изменений как альтернатива. Тем более что запретить ее невозможно.

Основные последствия создания двухуровневой системы биржевых торгов будут заключаться в существенном снижении волатильности фондового рынка и значительном росте его зависимости от результатов хозяйственной деятельности эмитента, что полностью соответствует требованиям шариата. Кроме того, существенно снизится возможность манипулирования рыночной котировкой за счет такого неоднозначного фактора, как пиар, рассчитанный на акционеров. У денежных властей, в свою очередь, появится возможность оперативного регулирования финансовых рынков через осуществление фондовых интервенций по аналогии регулирования валютного рынка центральным банком.

Глава 7

ОПЫТ ИСЛАМСКОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ РЕСПУБЛИКИ СУДАН

В последние два десятилетия мировая индустрия исламских финансов демонстрирует стремительное развитие. Особое место в ней занимают Республика Судан и Исламская Республика Иран, декларирующие полное соответствие требованиям шариата в области финансов. Если относительно второй страны можно утверждать, что практика реализации принципов исламских финансов сопровождается многочисленными исключениями, то финансовая система Судана – характерный образец полного претворения в жизнь концепции исламских финансов.

Заметим, что долгие годы Судан находится под влиянием санкций, наложенных по причине кровопролитного конфликта в одном из его регионов. В начале 2019 года ситуация в стране обострилась и привела к объявлению чрезвычайного положения. Несмотря на все политические трудности и многочисленные ошибочные административные решения властей, исламская финансовая модель Судана функционирует, обеспечивая полноценную работу как финансовых рынков и банковской системы, так и государственных финансов. Опыт финансового сектора Судана представляет большой интерес для всех стран, планирующих развивать у себя принципы исламских финансов¹⁷. Вместе с тем и сам он нуждается в совершенствовании.

До настоящего времени суданский финансовый сектор пережил целый ряд взлетов и падений. Нельзя утверждать, что

¹⁷ Информационно-аналитический материал был собран авторами в органах государственной власти и управления Республики Судан в рамках научной командировки в 2018 году.

власти бездействовали. Они неоднократно прилагали усилия для развития экономики и финансов, однако столкнувшись с трудностями, сдавались и прекращали реформы. Если называть ошибочные решения прошедших лет, то можно отметить следующие:

- в ситуации, когда не хватало доходов и следовало совершать секвестр расходов, органы власти шли по пути наименьшего сопротивления и поручали Центробанку печатать необеспеченные деньги, чем буквально за несколько лет раскрутили вяло текущую инфляцию до нынешних высоких значений;
- сознательный отказ государства от погашения эмитированных им сукук и принудительная их пролонгация превратили данный рыночный инструмент в механизм изъятия денег, свойственный командно-административной системе;
- использование фактически только одного инструмента для стимулирования экономического роста – налоговых и таможенных льгот и освобождений, в том числе индивидуальных, чем были нарушены ключевые принципы налоговой системы – обязательность уплаты налогов и равные условия для всех групп плательщиков.

В связи с этим следует отметить, что финансовая система Судана находится в таком деморализованном и децентрализованном состоянии, что прежде чем ставить вопрос о повышении ее эффективности, следует осуществить восстановление финансового хозяйства государства. Однако, повторимся еще раз, это состояние связано не с выбором исламской финансовой модели, а с политическими процессами в стране.

Бюджетная система

Бюджетная система Республики Судан представлена стандартными органами власти и денежными фондами с понятным механизмом функционирования:

- Государственный бюджет и бюджеты регионов;
- Пенсионный фонд (ПФ);
- Национальный фонд медицинского страхования (НФМС);
- Фонд Закят (ФЗ), формируемый за счет религиозного налога под названием закят;
- Внебюджетные фонды регионального и муниципального уровня.

Отметим, что закят в Судане является полноценным налогом, так как соответствует всем его характеристикам: наличие плательщика, налогооблагаемая база, налоговая ставка, регулярность уплаты, обязательность для всех, а также уголовная ответственность за неуплату. Следует подчеркнуть, что нормы и условия закятооблагаемости того или иного товара/имущества устанавливаются не законодательством какой-либо страны, а четким и недвусмысленным текстом шарията.

Внебюджетные фонды находятся вне сферы законодательной власти страны, а их бюджеты утверждаются правлениями фондов самостоятельно. Отчетность по итогам исполнения бюджетов внебюджетных фондов утверждается также самими фондами.

Несмотря на физическое присутствие в офисах ПФ и НФМС представителей Минфина, контроль последнего за расходованием средств фондов носит формальный характер – преимущественно на соответствие основным характеристикам бюджета фонда, а администрации фондов ведут достаточно самостоятельную политику. Так, в частности, они инициируют и реализуют коммерческие инвестиционные проекты.

Счета внебюджетных фондов расположены в коммерческих банках, а не в Государственном казначействе. В целом бюджетные ресурсы распылены, что ведет к росту издержек государственного управления.

Финансовое планирование фондов осуществляется только на один год вперед. При этом плановые значения могут на 20-50% отличаться от фактически исполненных.

Практика раскрытия бюджетно-финансовой информации минимальна: в СМИ публикуется общая информация о параметрах закона о госбюджете. По внебюджетным фондам регулярной практики нет, хотя в небольших количествах и для внутреннего использования издаются решения об утверждении фондов в виде отдельных брошюр. В итоге публичная ответственность органов власти перед общественностью отсутствует. Главным следствием этого является то, что финансовые аналитики и менеджеры по управлению рисками компаний–потенциальных инвесторов, не имея информации о состоянии бюджетной системы, завышают оценку странового риска, что вынуждает потенциальных инвесторов к поиску в Судане инвестиционных проектов с более высоким значением доходности, либо к отказу от работы в стране.

Консолидированный бюджет государства не составляется. По этой причине органы власти страны не имеют полной картины о состоянии бюджетного сектора и не могут генерировать эффективные управленческие решения.

В части содержательности закон о госбюджете и решения о внебюджетных фондах имеют крайне низкую степень полезности. В законе о госбюджете заявлено значительное количество целей, совершенно не подкрепленных конкретными мероприятиями, которые способствовали бы их достижению. В нем отсутствует описание правил, лимитов и ограничений на предстоящий год по предоставлению новых налоговых и таможенных льгот, по осуществлению кредитной и заемной политики, по регулированию финансовых взаимоотношений с регионами, по осуществлению инвестиционной деятельности, включая государственные предприятия. Фактически, закон о бюджете – это формальный документ. Причем его структура (разделы, подразделы, форма табличных данных) из года в год меняется. Поэтому деятельность распорядителей кредитов слабо регламентирована, и они могут трактовать бюджетные установки с учетом своей мотивации.

При разработке закона о бюджете используются базовые параметры (обменный курс, значение инфляции, размер ВВП, товарооборот), происхождение которых носит субъективный

и непрозрачный характер, что снижает адекватность параметров проекта бюджета.

Действующие в настоящее время 5- и 3-летние программы экономических реформ при подготовке бюджета, по сути, не используются. Поставленные в бюджете цели не детализируются в виде государственных целевых программ. Невыполнение поставленных в предыдущем бюджете целей и задач никак не отражается на планируемом впоследствии бюджете. В перечне целей отсутствует понимание демографической проблемы (чрезвычайно высокая доля детей и молодежи в общей численности населения означает, что в ближайшие 10–15 лет стремительно возрастет потребность в рабочих местах).

ЦБ Судана предоставляет Минфину бюджетные кредиты, что являет собой одно из наиболее деструктивных действий для финансовой системы страны. Эта практика демонстрирует отсутствие самостоятельности Центрального банка, подрывает доверие к национальной валюте и способствует росту инфляции.

В целом, процедура рассмотрения и утверждения бюджета в парламенте страны носит общепринятый характер. Вместе с тем, примечательно, что публичные слушания по проекту бюджета не проводятся, внешние эксперты для представления заключений на проект бюджета не привлекаются. Углубленно содержание бюджета никто не изучает, его обсуждение занимает беспрецедентно мало времени. Бюджет обычно выносятся на рассмотрение Парламента в первую неделю декабря, и должен поступить на подпись Президенту – на последней. Иными словами, на обсуждение проекта бюджета и голосование в трех чтениях остается всего две недели, несмотря на то, что электронный документооборот практически отсутствует и документы циркулируют, в основном, в бумажном виде.

Доходная часть государственного бюджета

Прогнозирование налоговых доходов осуществляется стандартно. За его основу берется исполнение, корректируемое на коэффициент инфляции и/или прогнозного значения экономического роста. Однако четко прописанной методики нет,

и на всех этапах прогнозирования возможны экспертные корректировки. Фактический объем налоговых поступлений зависит от обменного курса национальной валюты.

Уклонение от налогообложения носит массовый характер и, во многом, этому потворствует само государство, предоставляющее индивидуальные освобождения от уплаты налогов отдельным компаниям и банкам. Органы власти игнорируют тот бесспорный факт, что, давая индивидуальные налоговые послабления одним налогоплательщикам, им потом придется смириться с резким ростом случаев уклонения от налогов остальными налогоплательщиками, обоснованно требующими к себе равного отношения.

В качестве иллюстрации того, что налоговая дисциплина в Судане находится на беспрецедентно низком уровне, рассмотрим ситуацию с налоговой недоимкой по четырем крупнейшим налогам (НДС, налог на прибыль, подоходный налог, гербовый сбор) среди 400 крупнейших налогоплательщиков страны. За девять месяцев 2018 года из 3 млрд фунтов начисленных налогов в бюджет не поступило почти 2 млрд. При этом для четверти предприятий недоимка по всем четырем налогам составила 100%.

Другой фактор – большой объем наличного оборота суданских фунтов, способствующий сокрытию экономических операций от фискальных органов.

Расходная часть государственного бюджета

Концепция осуществления расходов через «целевые программы» Министерству финансов Судана хорошо известна, но совершенно не претворяется в жизнь, что превращает расходы на развитие в простой набор декларативных мероприятий.

Система государственных закупок несовершенна и оставляет широкое поле для коррупции: нет единого сайта госзакупок, конкурсы проводятся раз в год, а договора с победителями заключаются на длительный срок – три года.

Свыше 20% расходов бюджета направлено на субсидирование цен стратегических товаров (пшеница, бензин и элект-

троэнергия), то есть, фактически, на искажение рыночной конъюнктуры и честной конкуренции. При этом система социальной поддержки населения несовершенна, например, отсутствует единая база данных по бедным, 20% населения не застрахованы за счет государства, 20% медицинских учреждений не получают бесплатных лекарств.

Покрытие дефицита государственного бюджета

Вопрос формирования источников покрытия дефицита бюджета носит закрытый характер даже для рядовых сотрудников Министерства финансов. В тексте закона о бюджете отсутствует информация о предельных значениях госдолга и размера выплат по вознаграждению за займы на плановый период.

В бюджете отражаются не все заемные операции, например, нет информации по заимствованиям у Центрального банка Судана, если их срочность меньше одного года. Отсутствует информация об остатках на бюджетных счетах на начало и конец года, о переоценке средств по валютным счетам, о поступлении средств от приватизации, о расходах за предоставленные госгарантии. К примеру, в утвержденном на 2017 год государственном бюджете имеется профицит в размере 4,1 млрд фунтов, однако не указаны направления его распределения.

Наличие официального обменного курса фунта и курса черного рынка создают методические искажения в официальных данных по госдолгу.

Казначейское исполнение государственного бюджета

Государственное казначейство, в котором открыты счета только 170 прямым получателям средств государственного бюджета, не имеет программы развития и представлено только одним офисом на всю страну. Нынешняя тенденция развития казначейства предполагает передачу самих счетов и расчетов по счетам получателей средств бюджета в ЦБ Судана, что совершенно не стыкуется с функциями Центробанка как такового.

Ранее принятые решения по переводу платежей в казначейство не выполнены в полном объеме. В казначействе открыты счета только министерствам и ведомствам, тогда как их региональные и местные отделения не имеют счетов вовсе. Ряд организаций, имеющих счета в казначействе, проводят через него лишь небольшую часть своих расходов.

Практики инвестирования временно свободных средств бюджета нет, поскольку высшие органы власти не в состоянии консолидировать все государственные ресурсы – госбюджет, средства ПФ, НФМС и ФЗ, региональные бюджеты и средства госпредприятий.

Межбюджетные отношения

Судан является унитарным государством с низкой степенью регулирования межбюджетных отношений. Регулирование касается в основном распределения между штатами части государственных налогов. Для этого специальная комиссия анализирует 8 критериев. Вопросы финансирования инвестиционных проектов в отдельных регионах, а также предоставление финансирования на покрытие кассовых разрывов в сфере межбюджетных отношений не рассматриваются.

Института передачи полномочий и, соответственно, субсидий для их обеспечения нет. Механизмы финансового поощрения регионов, добившихся лучших результатов в социально-экономическом развитии, пока не выработаны. При этом регионы могут отказываться от участия в централизованных мероприятиях. Некоторые регионы вводят свои налоги и сборы, ограничением служит только низкая платежеспособность местных предприятий.

В штатах есть муниципальные образования (маслахаты), включающие в себя три уровня поселений. У маслахатов свои бюджеты и парламенты. В основном, сборы взимаются с земледельцев и скотоводов, собирают также закят и делят его с Фондом закята. В полной мере отношения между регионами и муниципалитетами и внутри муниципалитетов недостаточно прозрачны даже для государства.

Государственные и смешанные предприятия с участием государства

Данные предприятия являются важным элементом заемной политики, позволяя Минфину регулировать эмиссию суверенных и инвестиционных сукук. Многие госпредприятия выполняют не только закрепленную за ними функцию, но еще и занимаются непрофильным бизнесом. Их сметы утверждают министерства, а государство в лице Минфина владеет пакетами акций ряда коммерческих компаний, многие из которых не только не платят дивидендов в бюджет, но еще и убыточны.

Соответствие шариату

Орган, осуществляющий общее регулирование финансовой системой страны с целью сохранения и усовершенствования ее исламского характера, фактически отсутствует. Имеются Шариатский Совет ученых при Президенте и Совет по фикху¹⁸ при Правительстве. Однако они фактически самоустранились от работы по обеспечению верховенства принципов шариата в финансовой системе. В то же время шариатский совет при ЦБ Судана придерживается позиции «выбирать наименьшее из двух зол». Например, на вопрос, считают ли они необеспеченные кредиты, предоставляемые Центробанком Минфину, нормальной практикой, эксперты ответили, что они хорошо понимают, что простое печатание денег разгоняет инфляцию. По их мнению, есть только два варианта обеспечения ликвидности финансовой системы страны: а) привлечь кредит извне с процентной ставкой, то есть допустить использование рибба, б) просто напечатать деньги, что приведет к инфляции. Эксперты ЦБ Судана выбирают второе.

У шариатских экспертов Судана в целом отсутствует четко выраженная позиция по следующим важным вопросам: предоставление Центробанком необеспеченных кредитов Минфину; новая эмиссия суверенных сукук при очевидных дефол-

¹⁸ Фикх (от арабского **فقه** - понимание, знание) мусульманская юриспруденция. Богословы-законоведы овладевшие фикхом называются факихами.

тах прежних выпусков; вторичное обращение сукук на биржевом рынке по цене, отличной от номинала; оплата вознаграждения по суверенным сукук не из денежного потока, генерируемого лежащим в основе сукук активов, а из госбюджета; принудительная пролонгация сукук; наличие фиксированного вознаграждения в размере 15-17% годовых по средствам, привлекаемым Минфином от местных коммерческих банков; фиксированная комиссия, взимаемая микрофинансовыми организациями от суммы займа; отсутствие системы регулирования ликвидности коммерческих банков; отсутствие рынка межбанковских кредитов; возможность проведения спекулятивных операций на фондовой бирже.

Выводы

Проведенный выше обзор финансовых проблем Судана показывает, что абсолютное большинство проблем не связаны с исламским характером финансовой системы, а являются следствием безответственного подхода властей. Авторы полагают, что именно исламский характер финансов все еще позволяет финансовой системе страны функционировать, несмотря на все вышеприведенные катастрофические проблемы, поскольку религиозное самосознание выступает мощнейшим связующим составом для финансовых институтов страны.

Скорейшее проведение демократических рыночных реформ позволит Судану вернуться к нормальной жизни, а его финансовой системе – начать продвижение к совершенствованию.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Авторы видят в перспективе финансовый мир, в котором есть место для самостоятельного существования не только исламской, но и других финансовых моделей, а также их тесного сотрудничества в выстраивании финансовой системы без ростовщичества, азарта и чрезмерных рисков.

При этом авторы предполагают, что механизм функционирования сферы исламских финансов будет отличаться от сферы традиционных, точно так же, как логика корпоративных финансов уже сейчас кардинально отличается от логики обычных финансов.

Все это перспектива ближайшего будущего. По крайней мере, для сферы исламских финансов следующее десятилетие должно стать периодом решения ключевых проблем и формирования ее подлинной независимости от законов и правил традиционных финансов.

Это очень малый срок, но его необходимо выдержать, поскольку активно развивается новый конкурент — индустрия цифровых финансов, способная предложить инвесторам и клиентам множество заманчивых проектов, в том числе и с этической «начинкой».

Литература

- Аль-Газали, Абу Хамид. *Ихья Улюм Ад-Дин*. Бейрут: Дар Аль-Марифа.
- Ахмад бин Абдул Халим. *Маджму' Аль-Фатава*. Медина, 1995.
- Аль-Фаузан, Салех. *Аль-Мулажхас Аль-Фикхий*. Эр-Рияд: Даруль Асмар.
- Малик бин Анас. *Аль-Мудаввана*. Дар Аль-Кутуб Аль-Ильмийя, 1994.
- Jan A Bergstra, Bitcoin and Islamic Finance (version 3). <https://pdfs.semanticscholar.org/3a7d/7f35440191f1217d7b4f49f50079c4e9708e.pdf>, at 18:17, 2015.
- Sundararajan, V. and Marston, David and Shabsigh, Ghiath. Monetary Operations and Government Debt Management Under Islamic Banking (September 1998). IMF Working Paper, Vol., pp. 1-30, 1998. <http://ssrn.com/abstract=882713>
- Boumediene, Aniss. Financing Government Budget Deficit as a Liquidity Risk Mitigation Tool for Islamic Banks: A Dynamic Approach (March 16, 2012). <http://ssrn.com/abstract=2025127>
- Al Ajlouni, Dr. Time-Weighted Debt Units (A Suggested Islamic Scheme to Manage Liquidity Risk) (February 23, 2013). <http://ssrn.com/abstract=2223329>
- Baklanova, Dr. Viktoria and Tanega, Joseph Atangan and Arakcheev, Alexey, Islamic Money Management: A Western View (July 15, 2010). Capital Markets Law Journal (2011) 6 (2): 238-252. <http://ssrn.com/abstract=2342654>
- Wahyudi, Imam, Interdependence between Islamic Capital Market and Money Market: Evidence from Indonesia (March 1, 2014). Borsa Istanbul Review, Volume 14, Issue 1, March 2014, Pages 32-47. <http://ssrn.com/abstract=2518999>

Магомет Яндиев
Гапур Озиев

Исламские финансы: проблемы и возможные решения

Редактор:
Михаил Якубович

Обложка и верстка
Гасан Гасанов

Підписано в печать 28.05.2021 г. Формат 70х100 1/16.
Бумага офсет. Гарнітура «Palatino Linotype». Печать цифр.
Усл. печ. л. 6,99. Тираж 500 экз. Заказ №71.

Издательство «Волинські обереги».
33028 г. Ровно, ул. 16 Липня, 38; тел./факс: + 38 (0362) 62-03-97.
e-mail: oberegi97@ukr.net

Свидетельство о внесении в Государственный реестр
субъекта издательского дела ДК № 270 от 07.12.2000 г.

Отпечатано в типографии изд-ва «Волинські обереги».