

Гапур ОЗИЕВ
Магомет ЯНДИЕВ

Исламские финансы: проблемы и возможные решения

Учебное пособие предназначено широкому кругу лиц, интересующихся исламской финансовой моделью и практикой исламских финансов, в том числе с целью бизнеса, трудоустройства, обучения или ради расширения кругозора. Представлен большой перечень актуальных дискуссионных вопросов функционирования исламских финансов.

Оглавление

Введение

Глава 1. Основные характеристики исламской финансовой модели

Глава 2. Проблемные аспекты исламской финансовой модели

Глава 3. Эмиссия и обращение денег в исламских финансах

Глава 4. Ключевой параметр исламских финансов

Глава 5. Исламский аналог модели DCF

Глава 6. Спекуляции на фондовой бирже

Глава 7. Исламский финансовый опыт Республики Судан

Заключение

Литература

Введение

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

Сегодня исламские финансы являются частью традиционной финансовой системы, однако авторы верят, что со временем индустрия исламских финансов сможет стать полностью самостоятельным игроком, существующим независимо от традиционной мировой финансовой системы и в взаимовыгодном сотрудничестве с ней.

Работа состоит из семи глав. Первая глава носит ознакомительный, скорее учебно-методический характер. В ней перечисляется, все что касается основ исламской финансовой модели, приводятся все те аспекты, по которым у исламских ученых существует в целом схожие позиции. В конце главы констатируется, что в области исламских финансов остается еще много «белых пятен», которые требуют своего раскрытия, чтобы исламские финансы можно было бы признать полноценной финансовой моделью, наравне с традиционными финансами.

Во второй главе перечисляются и комментируются различные проблемные аспекты теории и практики исламских финансов, от простых до сложных. Далее в главах 3-7 рассматриваются возможные решения наиболее значимых из этих проблем.

Глава 1. Основные характеристики исламской финансовой модели

Краткий экскурс в историю

История индустрии исламских финансов начинается с примерно 50-х годов прошлого столетия, однако ее корни уходят глубоко в древние века. Последние примерно 20 лет индустрия переживает период стремительного развития, сочетающийся как с расширением линейки исламских финансовых инструментов и практик, так и с расширением географии применения. В настоящее время индустрия представлена, в той или иной степени, 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 составлял от 2 до 2,5 трлн долларов в диапазоне 2010-2015 гг., что составляет от 3,1%¹ до 3,4%² от суммарных активов тридцати крупнейших банковских систем мира, и ожидается, что этот параметр гарантированно превысит значение в 3 трлн долларов к 2025 году.

В тоже время развитие научной мысли в области исламских финансов демонстрирует не менее впечатляющие результаты. Анализ, проведенный в англоязычной онлайн библиотеке Social Science 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 тематике развития исламских банков. Необходимо отметить, что SSRN это англоязычная библиотека, доступная читателям со всего мира, а в арабских источниках – доступных только носителям языка – встречаются и гораздо более ранние работы. Самой популярной на сайте SSRN статьей является работа, скаченная более 8400 раз⁵. Она посвящена описанию различий между традиционными и исламскими банками.

Историю научного интереса к тематике исламских финансов можно проследить по данным Рисунка 1 «Количество научных статей». Для построения рисунка были использованы данные о годе публикации каждой из 388 статей. Анализ рисунка позволяет утверждать, что серьезный научный

¹ <http://stats.bis.org/statx/srs/table/B1?c=&p=20134&m=S>

² <http://stats.bis.org/statx/srs/table/B1?c=&p=20184&m=S>

³ <https://www.ssrn.com/>

⁴ https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3115946

⁵ https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1712184

интерес к тематике исламских финансов зародился на отрезке 2005-2008 годов, после чего количество ежегодно публикуемых научных статей выросло в три-четыре раза. До настоящего времени поддерживается высокий темп прироста количества статей, что позволяет утверждать, что тематика исламских финансов представляет большой научный интерес во всем мире. На будущее также намечается тенденция роста количества статей.



Источник: расчеты авторов по данным ssrn.com

Статистика рынков, связанных с религией

Экономической основой индустрии исламских финансов является рынок халяльных товаров и услуг, который включает в себя, в частности, рынок продуктов питания, туризм, моду. Размер мирового рынка халяль оценивается по данным *The State of the Global Islamic Economy Report* в 2,1 трлн долларов в 2017 году⁶. Для сравнения мировой рынок кошерных товаров оценивается экспертами в примерно в 29-31 миллиардов долларов в год⁷.

Расходы, осуществляемые на рынке халяль, распределяется по сегментам следующим образом, см. Таблицу 1. По сравнению с 2015 годом рынок демонстрирует рост почти в 5% годовых. Однако повторимся, что мировая статистика по рынку халяль может быть не точна в силу разных подходов к обобщению статистических данных в разных странах мира. Тем

⁶ https://www.salaamgateway.com/en/story/Report_State_of_the_Global_Islamic_Economy_201819-SALAAM06092018061914/

⁷ <http://eekosher.org/kosher-market.html>

не менее, имеющиеся данные доказывают наличие у индустрии исламских финансов устойчивой экономической базы.

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:

За 2015 г.:

https://www.iedcdubai.ae/assets/uploads/files/ar_global_islamic_report_1443601512.pdf

За 2017 г.:

https://www.salaamgateway.com/en/story/Report_State_of_the_Global_Islamic_Economy_2018-19-SALAAM06092018061914/

Зависимость экономики от религии

Основные положения Ислама включают в себя шахаду, пятикратную молитву, пост, а также закят (обязательный религиозный налог) и хадж (посещение святых мест).

В исламе предусмотрены две категории грехов: особо тяжкий грех (идолопоклонничество, многобожие, гомосексуализм, получение/уплата процентной ставки, поедание свинины и мертвечины, употребление алкоголя), малый грех (купля/продажа краденного, производство/продажа запрещенных товаров и услуг – свинины, алкоголя, табака, наркотиков, проституции и пр.).

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

Важно отметить, что существует правило, по которому мусульманину прощается нарушение ряда постулатов, если это вызвано явлением непреодолимой силы, например проживанием в стране, где нет халяльной

финансовой инфраструктуры. Это, а также низкая финансовая грамотность большинства мусульман в мире объясняет определенную инертность, которую они демонстрируют в вопросах генерирования спроса на исламские финансовые услуги. Вместе с тем, по мере развития исламских финансов в мире действие принципа, разрешающего прощение несоблюдения ряда постулатов, будет ослабевать и, соответственно, все больше и 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 в Европе – порядка 45 миллионов и в России – примерно 25 миллионов человек. При этом в структуре мусульман, в отличие от представителей других религий, максимальна доля молодежи. Следует отметить, что в последние два-три десятка лет многие мусульманские страны стали выходить из состояния экономического застоя и неразвитости. Эти страны демонстрируют высокие темпы экономического роста, что не может не сказаться на растущем спросе у населения на банковские и финансовые продукты.

Экономический рост способствует накоплению сбережений, что является еще одним фундаментальным фактором, способствующим развитию исламских финансов. Экономические агенты-мусульмане начинают задаваться вопросом, а что же делать с временно свободными средствами и как грамотно их хранить. Совокупность этого и всех вышеперечисленных факторов приводит к формированию благоприятных условий для развития индустрии исламских финансов.

Следует особо отметить, что даже в мусульманских странах исламские финансы не являются религиозным институтом и не используются для отправления религиозных потребностей. Это форма бизнеса, особая и отличная от используемой в светском мире. Поэтому как вести бизнес в сфере исламских финансов, так и быть клиентом исламских финансовых институтов может любой человек независимо от религиозных взглядов или национальности.

Название отрасли

Термин «исламские финансы» является общераспространенным, но формально отрасль финансов, функционирующих на основе священных религиозных писаний, следовало бы назвать иначе, например:

- «религиозные финансы», так как помимо исламских возможны как иудейские финансы, основанные на Торе, так и христианские финансы, основанные на Библии;

- «непроцентные финансы» так как все названные религии едины в своем неприятии процентных операций и чрезмерного риска.

Однако из них из всех только исламские финансы стали реальностью и поэтому модель финансовых отношений, основанную на соблюдении религиозных запретов и предписаний, называют исламскими финансами. Хотя в будущем, если иудейские, христианские и других типов финансы начнут активно практиковаться, название модели несомненно сменится на более общий термин. В этой связи следует отметить, что в Саудовской Аравии, консервативной мусульманской стране, термин «исламский банк» не используется, поскольку местные эксперты по шариату возражают против использования религии в качестве маркетингового инструмента.

В мировой практике встречаются названия «партнерские финансы» и «этические финансы». Их применение объясняют стремлением не выпячивать слово «ислам» и тем самым не провоцировать людей. Однако это плохая идея. Во-первых, использование таких названий по умолчанию будет означать, что традиционная финансовая система не партнерская (в смысле не обеспечивает партнерских отношений) и неэтичная, что на самом деле, не соответствует действительности. Кроме того, какой бы термин ни был использован – участники рынка все равно будут создавать при своих компаниях именно шариатские советы, а не какие-то иные. Поэтому попытка «спрятать» исламские корни рассматриваемой финансовой модели невозможно.

Фундаментальные запреты

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

Запрещено все, что имеет отношение к хараму (запретному), например свинина, алкоголь, табак. В целом позиция Ислама касательно стоимости денег во времени достаточно проста и однозначна: деньги не являются

товаром и ими нельзя торговать. Соответственно, запрещено взимание штрафов за просрочку возврата долга.

Еще один аспект связан с предположением, что если по какой-либо причине заемщик не сможет вернуть банку основную сумму долга, то ответственность за неудачный в финансовом отношении год должна ложиться не только на предпринимателя–заемщика. С точки зрения шариата будет справедливо, если убытки поделят между собой все стороны, включая и должника, и банк, и даже его вкладчика. Фактически, мы имеем дело с максимально широким распределением рисков среди экономических агентов.

Полный список прямых запретов, проистекающих из рыбы, гарара и майсира:

- 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, включающие запрет на:
 - запрещено взимание вознаграждения за кредит, которое установлено в процентном отношении от суммы кредита;
 - запрещено заключение договоров/контрактов, в которых обязательства сторон или одной из сторон зависят от случайного стечения обстоятельств;
 - запрещена многократная куплю-продажа финансовых инструментов без наличия на то соответствующего информационного повода;
 - запрещено переложение риска по финансовым инструментам 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, собственником которых продавец не является;
 - запрещена продажа долга 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, в основе которых не будет активов, существующих физически.

Конституция и шариат

Помимо запретов следует отметить, как значимое, еще одно обстоятельство: антагонизм светских конституций и шариата в вопросах источника права. По шариату все, что окружает человека принадлежит Всевышнему, а человек лишь временный управляющий Его имуществом. Причем правила поведения человека уже составлены и задача человека – лишь извлечь их из документов, составляющих шариат. По светской конституции все, что окружает человека, принадлежит народу и именно народ формулирует мнения и ценности, которые кладутся в основу законодательных актов. Такое несоответствие разрешается за счет того, что мусульманский бизнес основываясь на традиционных/светских правилах ведения дел с поправкой на соблюдение названных запретов, передает контроль за соответствием совершаемых трансакций специальному органу – Шариатскому Совету, который получает право вмешиваться в деятельность менеджмента, чтобы не допустить последним нарушений постулатов религии. Шариатский Совет формируется из авторитетных экспертов по шариату. В его функции входит одобрение новых продуктов, предлагаемых компанией к реализации, согласование сделок, а также контроль за соблюдением компанией требований и запретов, установленных шариатом, в повседневной деятельности.

Таким образом, исламские финансовые институты играют в финансовом секторе своих стран ту же роль и по такой же логике, что и традиционные финансовые институты. Их обязательства составлены точно также из инвестиций/депозитов, а их активы – из инструментов с различной степенью риска. Они точно также нуждаются в финансовом, банковском, валютном 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): мудароба и мушарака;
- продукты, основанные на участии в сделках купли-продажи (долговое финансирование): мурабаха, сукук, иджара, салам, истисна, кард аль хасан;
- продукты, основанные на оплате тарифов и комиссий банка (комиссионные продукты): вакала, кафала.

Долевое финансирование:

Мудароба это договор, по 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 уставной капитал компании. Расчеты в любом случае осуществляются по заранее согласованной пропорции распределения прибыли. Сторона, предоставляющая капитал, самостоятельно несет все риски, связанные с потерей финансовых средств в случае убыточности проекта. Мудароба это, образно говоря, лицо индустрии исламских финансов, один из самых рекламируемых типов сделок, формирующий справедливый и благородный образ индустрии.

Мушарака это договор финансирования бизнес-деятельности путём участия в уставном капитале юридических лиц. Каждый партнёр вносит определенную сумму денег, что даёт ему право 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. По первому из которых исламский финансовый институт приобретает за свои средства необходимый клиенту актив и, по второму, продает его клиенту с отсрочкой платежа и наценкой. Такая конструкция вызвана тем, что по шариату финансовая компания должна стать полноценным 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 на уплату некоторой большей суммы денег в рассрочку. Применяется для предоставления клиенту наличных средств.

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 с этого актива. Владение активом, соответственно, определяет право на доходы от него. Является исламским аналогом облигаций.

Иджара это договор аренды (без выкупа) имущества. Его отличия от обычной аренды: перед заключением договора арендодатель обязан иметь данное имущество в собственности, предметом аренды может выступать только непотребляемое имущество, арендодатель не может ставить условие, чтобы арендатор осуществлял капитальный ремонт имущества, арендодатель

должен выполнять его сам. Лизинг в отличие от иджары предполагает обязательный выкуп арендуемого имущества.

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

Истисна это договор, по которому одна сторона – производитель – обязуется произвести для второй стороны – заказчика – описанный им предмет за оговоренную плату. Оплата производится немедленно или в рассрочку.

Кард Хасан – это договор о предоставлении в долг некоторой суммы денег, в том числе на обеспечение социальных нужд общества или персональных финансовых нужд заемщика (беспроцентный кредит).

С учетом логики формирования исламских финансовых продуктов можно отметить, что форвардные контракты в исламских финансах в целом применимы, фьючерсные – скорее нет, что связано с большим количеством оговорок, касательно правил обмена денег, а опционные – нет, 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, данное третьей стороне в случае, если вторая сторона не сможет выполнить свое обязательства полностью и в срок.

Следует отметить, что все вышеперечисленные финансовые активы носят средние 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) с тем отличием, что банк не вправе использовать клиентские средства для каких-либо операций; по вкладу не начисляется процентов, не предоставляется овердрафт; на клиента не могут быть наложены штрафные санкции, например за неумышленный перерасход средств на счету.

Срочный счет является банковским счетом, на котором средства клиента размещаются на депозит, а банк вправе распоряжаться средствами

по своему усмотрению; оформляется договором, который предусматривает, что средства будут оставаться на счету в течение согласованного промежутка времени, и что вознаграждение клиента определяется в долевом отношении к фактической прибыли банка за этот промежуток времени. Риски клиента ограничиваются неполучением прибыли; банк обязан вернуть основную сумму вклада в полном объеме.

Инвестиционный счет является банковским счетом, 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, куда вступают лица, нуждающиеся 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.

Также, исходя из запретов, установленных шариатом, следует признать невозможным применение таких инструментов, популярных в традиционных финансах, как сделки Репо и Свопы. Репо – это совокупность двух связанных договоров. По первому продается актив, 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 разницей цен на актив создает рибху.

Своп – это договор, по которому стороны обмениваются денежными выплатами (процентными ставками), которые генерируются принадлежащими им активами. Здесь также имеет место рибха.

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

Вакф – это название определенного набора действий и операций, выполняемых с целью оказания социальной помощи нуждающимся: собственник образует 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 вакф-имущество 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 по установленным шариатом правилам, и направляется на оказание социальной помощи малоимущим. 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 бросается в глаза, что в данной главе не приведены аналоги огромного количества аспектов, операций и практик. А те хорошо проработанные и признаваемые большинством экспертов элементы исламских финансов, которые описаны в данной главе, образуют лишь некоторую часть финансовой системы. Иными словами, исламская финансовая модель еще не до конца разработана, а многие ее элементы просто отсутствуют как в теории, так и на практике. В следующей главе будет проанализированы «белые пятна» исламских финансов.

Глава 2. Проблемные аспекты исламской финансовой модели

Рассмотрим и проанализируем все проблемы и вызовы, с которыми сталкивается индустрия исламских финансов, начав с относительно простых проблем, затем перейдя к действительно сложным.

2.1. Относительно простые проблемы и аспекты

Нет связи рынка халяль и исламских финансов. Две многообещающих и перспективных отрасли – рынок халяльных продуктов и индустрия исламских финансов – развиваются каждая сама по себе, без жесткой привязки одна к другой. Хотя, казалось бы, рынок халяль должен быть экономической базой для исламских финансов, а они сами – источников ресурсов для рынка халяль. В реальности этого почти нигде нет. Органы власти не привязывают одну отрасль к другой: например, представляется очевидным, 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 и, видимо, руководствуясь соображениями популяризации халяля, такое условие не применяется.

Сформировались разные стандарты внедрения исламских финансов. Стандартов ведения исламской финансовой деятельности, разработанных в ААОИФИ⁸, придерживается по оценкам экспертов до четверти исламских финансовых институтов, а остальные руководствуются стандартами, разработанными национальными Центробанками, консалтинговыми агентствами, а также собственными шариатскими советами. Такое разнообразие позитивно влияло на развитие исламских финансов на начальном этапе их формирования, но в настоящее время является тормозом. Отсутствие единых стандартов не позволяет собирать статистику по индустрии в целом, не позволяет создавать новые финансовые продукты и инструменты госрегулирования, затрудняет исламским финансовым компаниям, работающим по разным стандартам, совместный бизнес. Вкратце все различия между стандартов можно свести в две большие группы по строгости соблюдения требований и запретов шариата: консервативная и облегченная. Стандарты из первой группы выстроены с намерением

⁸ Исламская, международная, автономная, 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/>

выполнять требований шариата по существу, даже если это будет сделано не сразу, а с неким временным лагом. Стандарты второй группы отличаются большим количеством послаблений и исключений в части выполнения требований шариата и представляют собой простую попытку подогнать требования шариата под существующие нормы и правила традиционных финансов.

Недостаточное количество подготовленных специалистов в области исламских финансов. В большинстве случаев при создании исламской финансовой организации собственник привлекает уже состоявшихся финансистов, накопивших свой опыт в рамках традиционных финансов. При всех плюсах такого подхода не следует забывать, что они получили традиционного финансовое образование и на все аспекты исламской финансовой деятельности смотрят сквозь призму традиционных финансов. На практике это выливается в то, что, приходя на работу в исламский банк они привносят в него весь свой традиционный финансовый опыт и все равно делают только то, чему их учили, пускай 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, общепризнанный подход к ценообразованию финансовых услуг, принятый в традиционных финансах. Такой маркетинговый ход стимулирует клиента нести больше денег в банк. Однако эта практика, на самом деле, неприемлема в индустрии исламских финансов. И там и там одинаковый предмет договора – 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 иметь одинаковое, то есть – одинаковые нормы распределения банковской прибыли.

Подстраивание структуры денежных потоков исламских финансовых инструментов под практику 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 должно быть выплат. Однако такая постановка вопроса неприемлема с точки зрения традиционных финансов, где кредитор желает получать вознаграждение регулярно в течение всего срока займа и поэтому там облигации с другими вариантами возврата средств непопулярны. В индустрии исламских финансов эмитенты зачастую ориентируются не на логику шариата, а на лояльность инвесторов и стремятся обеспечить конкурентоспособность сукук с традиционными облигациями. Для этого введен в оборот 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 шариата 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 эмитент и инвестор по окончании срока обращения сукук провели завершающий взаиморасчет: подсчитали всю сумму обещанных платежей и сумму вознаграждения при стандартном исламском подходе (еще раз повторю – вознаграждение выплачивается только по факту наличия прибыли у проекта); сравнили одно с другим 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.

Принятие исламскими финансистами 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, осуждая рибу, принимать свои решения на ее основе. Например, использовать расчеты с использованием безрисковой процентной ставки –

совершенно невероятного для исламских финансов явления. Но, с другой стороны, чем пользоваться? Исламского аналитического инструментария еще не существует, вот и задаются финансисты вопросами, например: «Что такое предельный риск»? Шариат запрещает чрезмерный риск, даже если вы оперируете с разрешенными активами. Но ответа на вопрос, до какой степени можно рисковать, не дает. Нет, также понимая, что считать мерилom 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 эти параметры не пригодны для индустрии исламских финансов. Нужны новые.

Добровольная и негласная доплата банком клиенту. Исламские финансисты, вынужденные обходить «белые пятна», 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. По установленным правилам разделение банковской прибыли между банком и его клиентом производится на основе фиксированных долей. Это означает, что банк не вправе уменьшать долю клиента. А вправе ли банк увеличивать долю клиента? Вопрос не праздный, поскольку ряд исламских банков, опасаясь, что клиент может уйти к конкуренту в традиционный банк, в условиях, когда их (исламского банка) месячная прибыль существенно меньше 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 данном месяце его предпринимательские усилия оказались не на высоте. Описанная операция 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, каким должен быть? Данный вопрос выглядит неуместным лишь на первый взгляд. Дело в том, что абсолютное большинство операций, совершаемых исламскими банками – это операции на основе контракта мурабаха. По разным оценкам – до 80% всех операций.

Теперь рассмотрим схематично, как это работает. В банк приходит клиент и сообщает, что хотел бы купить некий товар, принадлежащий третьей стороне. Если банк готов обслужить этого клиента, он приобретает этот актив у этой третьей стороны и тут же продает его клиенту в рассрочку. Покупка и продажа происходят с лагом в несколько минут, а порой и вовсе одномоментно. Порой встречаются вообще анекдотические ситуации, когда банк покупает товар у третьей стороны не сам, а поручает это организовать самому клиенту. Клиент становится представителем банка и идет покупать для него товар, который этот банк сразу же перепродает клиенту с надбавкой.

Сделка мурабаха предполагает, что банк имеет право делать наценку к цене товара, так как он является собственником. В ситуации, когда банк владеет товаром всего несколько минут, утверждать, что банк действительно приобрел права и обязанности собственника некорректно. Юридически – да, приобрел, но по сути – нет. Данная схема демонстрирует ущербный подход, применяемый современными банкирами, перешедшими работать в исламский банк: они реализуют мурабаху так, как умеют это делать по традиционным правилам, исходя из своего представления о том, что такое банк. Вместе с тем, правильное выполнение сделки мурабаха предполагает, что у банка уже, еще до прихода клиента, есть необходимый товар, 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 традиционных финансах, применительно к нефинансовым организациям, есть разумная и обоснованная мера – исключение из-под 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? По логике вещей:

- 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 с полной цены товара;
- В сделке иджара это арендные платежи; логично, если они будут исключены из налогооблагаемой прибыли;
- В сделках истисна или саям аналогов нет; речь идет или о немедленной оплате или 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 схема позволяет приблизить условия функционирования исламского бизнеса к традиционному.

Депозиты в ЦБ – это такафул. Коммерческие банки обязаны хранить на депозитах в Центробанке обязательные резервы. 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 такафула.

В заключение этого параграфа озвучим еще ряд проблем:

- страхование банковских депозитов 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 аспекты

Под терминами «индустрия» или «модель» применительно к исламским финансам понимается совокупность целого ряда 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 писаниях. Поскольку речь идет о финансовом секторе, то под исламскими финансами следует понимать такую же совокупность институтов, что и при традиционных: институты сектора государственных финансов, институты сектора хозяйствующих субъектов, институты финансовых рынков, институты банковского сектора, в том числе деньги и денежное обращение, 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 параграфе мы озвучим фундаментальные проблемы исламской финансовой модели.

Может ли существование инфляции быть 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. В принципе не существует причины, позволяющей какое-либо процентное финансирование. Это многократно повторяется в Коране и обойти этот запрет нет никакой возможности. Вместе с тем, данный запрет означает, что шариат не признает существование такого явления как монетарная инфляция, 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 задает высокую планку. Однако в настоящее время в исламском банковском секторе не решен вопрос формирования денежного обращения, соответствующего шариату. По данной теме имеются лишь крайне общие суждения, сводящиеся к тезису о том, что необходима едина мусульманская валюта, свободная от инфляции. Мы рассмотрим проблему формирования денежной единицы, соответствующей требованиям шариата в главе 3. Однако, забега вперед 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).

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 Либор, параметр, который показывал бы стоимость риска (в то время как Либор и аналогичные ставки показывают стоимость денег во времени). Это создает проблему при ценообразовании исламских финансовых продуктов. Тот факт, что их стоимость определяется путем 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, 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, исламские финансы являются частью мировой финансовой системы, но это не значит, что ее функционирование должно быть основано на отрицаемом параметре – стоимости денег (риба). Подробнее об этом см. в главе 4.

Как должен функционировать исламский рынок межбанковских кредитов? Другой, привязанный к вышеназванной проблеме, существенный институциональный изъян отрасли исламских финансов – 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 от) 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 разберем в 4 главе также и эту проблему.

Должна ли быть специфика принятия инвестиционных решений исламскими финансовыми институтами? Безусловно, должна быть. Однако в настоящее время исламские финансисты используют модель дисконтирования денежных потоков (Discounted Cash Flow, DCF), что приводит к конфликту интересов: расчет эффективности инвестиций осуществляется на базе принципа стоимости денег во времени (ставка дисконтирования – читай рыночная процентная ставка), а применяется он к инструментам, построенным на отрицании этого принципа. Иными словами, у исламских финансистов отсутствует аналог модели DCF, который бы позволял считать стоимость финансовых активов, избегая традиционной процентной ставки и, соответственно, логики поступков, вытекающих из ее применения. Возможный вариант решения этой проблемы будет рассмотрен в главе 5.

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

Является ли процентная экономика более быстрым путем к экономическому процветанию, нежели чем исламская? И не следует ли вначале допустить процентную экономику с тем, чтобы добиться быстрого экономического роста и процветания, и только потом переходить на принципы шариата в финансах. Такая дискуссия имела место в Иране, где страна, по мнению авторов, фактически отошла от строгого соблюдения принципов шариата в финансовом 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 обеспечены реальными активами, имеющими ценность. Безусловно, они несут в себе риск, без чего невозможна выплата вознаграждения (соответственно, безрисковых активов в индустрии исламских финансов быть не может априори). 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 свои собственные правила и принципы управления ликвидностью. Например, банковский норматив текущей ликвидности и норматив общей ликвидности применяться к исламским банкам не могут. Согласно им часть ресурсов банка должна быть инвестирована в краткосрочные активы, что невозможно в связи с отсутствием краткосрочных финансовых инструментов, соответствующих шариату. Другой норматив – норматив использования собственных средств банка для приобретения акций и долей других юридических лиц – ограничивает размеры вложений банка в другие компании – не более некоторого значения капитала банка, чем ограничивает проведение операций мушарака и мудараба. Еще один аспект проблемы – как работать исламским финансовым институтам при проведении международных операций, когда необходимо сотрудничать с традиционными финансовыми институтами: может ли исламский банк приобретать традиционные финансовые продукты ради исполнения финансовых операций своих клиентов? Безусловно, гибкость при осуществлении международных финансовых операций необходима, но вот ее пределы нуждаются в точном описании. В главе 7 мы рассмотрим опыт Республики Судан, еще одной, помимо Ирана, страны с полностью исламской финансовой системой.

Несмотря на все вышеперечисленные проблемы было бы неверно утверждать, что исламские эксперты ничего не делают в целях развития исламской финансовой модели. Например, Совет по исламским финансовым услугам (Islamic Financial Services Board, IFSB), являющийся международной организацией, устанавливающей стандарты в отношении индустрии исламских финансовых услуг, выпустил специальное руководство по надзору за банками и по управлению рисками в исламских банках. Однако данный документ еще нуждается в апробации.

Единственный участок индустрии исламских финансов, который можно считать в целом состоявшимся, это уровень взаимоотношений исламского банка или финансовой компании с 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 исламская финансовая модель в современном мире окончательно еще не сложилась и лишь отдельные ее элементы реально применяются на практике. Ее полноценное формирование – это, безусловно, вопрос ближайшего времени.

Глава 3. Эмиссия и обращение денег в исламских финансах

В шариате нет прямого перечня требований к характеристикам денег и организации денежного обращения. Его еще предстоит разработать. Подход к этому может быть начат с анализа мнений мусульманских ученых как классиков, так и современных касательно сути денег. О роли денег в исламе сказано много в книгах исламского наследия, однако мы ограничимся цитатами двух известных исламских ученых, в целом, отражающих мнение большинства.

Философ-правовед Имам Аль-Газали (умер в 505 по хиджре) считает, что деньги должны рассматриваться не как товар, а как единица 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 Абдуль Халим (умер в 728 по хиджре) в своей известной книге Мажмуъ 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 являются мерой стоимости или единицей измерения для других товаров, а не в том, чтобы ими торговали как обычным товаром. Однако касательно «эффективной причины» денег (*efficient cause*), из-за которой деньги считаются деньгами, способными к созданию условий для ростовщичества, у шариатских ученых в основном существует три различных мнения.

- 1) Причина во «взвешивании». Динары и дирхамы в древние времена не только подсчитывались по количеству, но и взвешивались в сумках. Например, продавец участка земли мог запросить цену за свой товар некоторое количество сумок, наполненных золотыми динарами. В количественном плане это могло быть, скажем 90-100 динаров. Поэтому ученые из Ханафитской и Ханбалийской школ высказали мнение, что если деньги сделаны из обычного, недорогоценного металла (железо, медь и т.п.) и их можно взвесить, то на них распространяется правило Рибба (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 и делает их способными определять цену

другим товарам. Следовательно, если деньги сделаны из недрагоценного металла, то на них не распространяется Рибба.

- 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.

Не трудно догадаться, что если бы современные ученые признали бы 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 первых мнений являются результатом обобщений, сделанных на основании существовавших в древние времена денег - динаров и дирхамов - которых действительно взвешивали и которые содержали в себе ценные металлы. Поэтому абсолютное большинство современных ученых единогласны в правильности третьего мнения, что настоящая «эффективная причина» денег заключается в том, что всякий товар, который служит «мерой стоимости» других товаров, должен рассматриваться как деньги. Так, например, утверждает известный современный ученый Салех Аль-Фаузан, который говорит, что любая общепринятая «мера стоимости» должна считаться валютой, на которую распространяются правило Рибба [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 обеспечение денежной массы, 3. Процедура эмиссии денег, 4. Управление ликвидностью банковского сектора, 5. Инфляция, 6. Вопросы уплаты Заката, 7. Не способствовать недозволенному.

Сам анализ проведем с ориентиром на ключевые запреты шариата – запрет на процентное финансирование (Рибба), 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, посвященных вопросам организации денежного обращения.

Передается, что: «Умар бин 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 по Хиджре) в своей известной книге Аль-Мудаवвана 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, 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 основой национального и/или религиозного суверенитета и не стремились выпускать собственные деньги только потому, что это обязательный атрибут государственной власти.

Материал для изготовления денег. Анализ двух вышеупомянутых преданий, а также «меры стоимости» денег, позволяет сделать следующий вывод: деньги могут быть выполнены не обязательно из золота и серебра, как принято считать, а из любого материала. Кроме того, можно утверждать, что в понимании шариата эмитент денег (в первом предании - халиф) и регулятор (т.е. сподвижники, которые на тот момент выполняли функцию «консультантов» по вопросам денежного обращения, и на основе которых впоследствии мог бы быть сформирован профессиональный орган управления – финансовый регулятор) – могут быть разные институты. Кроме того, отметим, что по логике предания именно центральная власть несет ответственность за то, чтобы не было фальшивых денег (халиф отказывается от идеи именно из-за того, что могут появиться подделки, а не из-за того, что будет забито много скота).

Объем эмиссии и обеспечение денежной массы. В концепции исламских финансов закреплено, что все финансовые обязательства должны быть обеспечены реальными активами. Для практических целей это зафиксировано в соответствующих стандартах, например ААОIFI. Применяя названный тезис к деньгам, можно получить ошибочный вывод, 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 они не нуждаются в обеспечении реальными активами. Сказанное подтверждается описанием предания, из которого следует, что эмиссия денег нужна была только потому, что экономике халифата не

хватало на тот момент денег для расчетов. При этом фактическое количество денежных знаков, которое следует выпустить, шариат не регулирует. Это профессиональный вопрос, который относится к компетенции эмитента денег: денег необходимо 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 или в виде необеспеченных кредитов, или 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, этот, наиболее распространенный в финансовом секторе способ эмиссии денег является источником Рибы и не может применяться в исламской финансовой системе.

Приобретение Центробанком иностранной валюты может быть неосновным механизмом эмиссии, но при условии строгого валютного контроля, в том числе наличия валютной биржи. Эмиссия кредитных денег коммерческими банками возможна лишь в небольших пределах, поскольку в распоряжении исламских коммерческих банков не все остатки на счетах клиентов, а только средства срочных депозитов; данный канал вброса денег в экономику не обладает эластичностью и не позволяет управлять ликвидностью банковской системы. Институт платежных требований, как механизм эмиссии, не востребован даже в традиционной финансовой системе, хотя, надо отметить, он свободен от рибы.

Управление ликвидностью банковского сектора. Одной из функций Центрального банка является управление ликвидностью банковской системы.

Для этого ЦБ или привлекает деньги с рынка или 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, расплатится по всем своим обязательствам. Тогда, 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 вознаграждение от банков за предоставленное банкам 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 признаваема шариатом. Вместе с тем есть причины возникновения инфляции, которые не допустимы по шариату, например это изменение покупательной способности денег вследствие чрезмерной по объему эмиссии. Из запрета на процентное финансирование вытекает вывод, что деньги – это не товар и ими нельзя торговать. Значит 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 Рыбы. Современная система денежного обращения основана – по крайней мере в теории – на строгом контроле объемов эмиссии, что делает ее в этой части, соответствующей принципам ислама.

Запреты на Гарар (неопределенность) и Майсир (спекуляцию) в совокупности 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 минимальны. Тогда покупатель будет понижать оценку риска и соответственно соглашаться на более высокую цену.

Вместе с тем, наличие разнообразных запретов и ограничений на осуществление торговых операций (по номенклатуре товаров – чем можно торговать и чем нельзя, по правилам ценообразования и пр.), вводимых органами власти, повышает неопределенность, создает условия для спекуляций и как результат 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 обязан платить обязательную милостыню, закят. Для успешного функционирования закята, а также института наследования, все имущество человека должно принадлежать ему открыто. Этот момент немаловажен, так как наличные деньги, в отличие от безналичных, могут скрытно храниться у человека и при подсчете закята или определении наследуемого имущества остаться без внимания. Таким образом безналичная форма денег является приоритетной.

Не способствовать недозволенному. Одно из положений шариата гласит, что ничто не должно способствовать недозволенному. Сказанное справедливо и по отношению к денежному обращению. В этой связи следует вспомнить один из вопросов, активно обсуждаемых в исламе, а именно – социальная несправедливость, вызванная несправедливым (неконкурентным) распределением национального богатства. Следовательно, денежное обращение не должно способствовать социальному расслоению общества, когда малая его часть владеет большей частью активов, а большая часть общества – меньшей частью богатств, а наоборот, должно препятствовать этому.

В совокупности можно сформулировать следующие ключевые требования шариата к деньгам и денежному обращению:

- процесс эмиссии, предоставления денег рынку и изъятия денег с рынка должен быть свободен от Рибы и других недозволенных элементов;
- денежные знаки могут быть изготовлены из любого материала;
- эмитент денег и регулятор денежного обращения могут быть 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;
- не запрещается использование в государстве денежных знаков других стран;
- деньги не нуждаются в их обеспечении реальными активами;
- деньги должны эмитироваться в количестве, достаточном для обслуживания потребностей экономики;
- не должно быть запретов и ограничений на денежные операции, а также на обмен и вывоз (перевод) денег;
- право собственности человека на денежные знаки не должно быть негласным;
- денежные знаки и денежное обращение должны способствовать сглаживанию социального расслоения граждан.

На базе этого списка можно построить следующий механизм эмиссии денег, соответствующий требованиям шариата:

- Минфин страны эмитирует под имеющееся у государства имущество, способное генерировать денежный поток, 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 пр.; клиенты владеют сукук и получают вознаграждение;

- в будущем Минфин гасит 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 в балансе ЦБ как результат новой эмиссии, «превращаются» в собственные средства Центробанка, которые он в дальнейшем может использовать для текущих операций без опасений навредить денежному обращению.

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, не нарушая принципов шариата, привлекать/размещать друг у друга краткосрочные ресурсы. 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 (dharuraa).

Ключевым вопросом, скрывающимся за отмеченной проблемой, является вопрос, что считать ожидаемой нормой прибыли в индустрии исламских финансов? Стоимость риска? В традиционной финансовой системе одним из самых признанных ориентиров является ставка кредитования Либор, но она отражает стоимость денег. При этом отсутствие у сектора исламских финансов аналогичного, но собственного «маяка» вынуждает исламских банкиров вести свой бизнес с ориентацией на изменения Либор – флагмана процентной экономики. В итоге получается 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.

Обзор литературы

С целью 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 работ. Для сравнения: количество статей по ключевому слову «islamic» составило 1084, по слову «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, 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 пр.) 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 следующим образом:

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

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, по логике формулы получается, что под нормой прибыли понимается просто прибыльность заемщика. С этим нельзя согласиться. Например, в традиционной экономике ставка Либор 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. Поэтому эта ставка является рыночной, сформированной рынком. В то же время в предлагаемой 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 работ второго списка соответствуют теме 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] в купе с

предложением организовать рынок МБК на базе беспроцентного кредита Qardh El Hasan. 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 использования таких инструментов при организации системы управления ликвидностью исламских банков. Еще одна работа [Wahyudi Imam, 2014] оказалась недоступна для скачивания с сайта библиотеки.

Таким образом, можно сделать обобщение, 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. Помимо Малайзии, Индонезия разработала и внедрила правила предоставления межбанковского депозита на основе принципа вадиа и межбанковских инвестиционных сертификатов, основанных на принципе мудараба⁹. 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, по которому 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 в нее некое имущество. Корпорация открывает счета всем желающим разместить у нее депозит: на поступившие средства она каждый вечер закупает акций этой специальной компании, а утром продает их обратно и возвращает клиентам их средства с наценкой (в пределах 0,15%

⁹ http://islam-today.ru/ekonomika/islamskie_finansovye_rynki_denezhnyj_rynok/

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 клиентов 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), получаемой в результате опроса ряда исламских банков и «исламских окон» традиционных банков. Схожий параметр используется в Дубае: 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 Центральным банкам и исламским банкам 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 центрального банка и исламских банков

Исходя из вышесказанного можно выдвинуть следующий тезис – существующая практика взаимоотношений центральных банков и исламских банков, а также банков друг с другом 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, исламский банк не принимает на себя никакого риска. Следовательно, он 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. Тогда, в частности, он не вправе участвовать в коммерческих сделках по купле-продаже каких бы то ни было товаров, целью которых может быть предоставление ИБ финансирования.

3. Следует добавить, что ЦБ не занимается предпринимательской деятельностью и не имеет своей целью извлечение прибыли, поэтому ЦБ, ни при приеме депозитов, ни при выдаче кредитов не вправе принимать на

себя предпринимательские риски. Соответственно он не должен иметь коммерческой прибыли от подобных операций. Но тогда, раз нет прибыли, значит, центральному банку 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 финансового актива, который будет использоваться SPV при осуществлении сделок с ИБ.

Предложения по организации взаимоотношений Центрального банка и исламских банков

1. Министерство финансов эмитирует долгосрочные облигации сукук с ежедневно выплачиваемым купоном, а ЦБ устанавливает для ИБ требование по наличию 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 и 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 соответствующим требованиям шариата.

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 шариату.

3. Стоимость облигаций, как при первой сделке, так и при обратной, будет неизменной, что соответствует шариату.

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 несовпадении 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, определяется заранее центральным банком, и поэтому количество покупаемых сукук будет известно заблаговременно. Но вот количество сукук, выкупаемых обратно, может быть иным, и этот фактор может стать основанием для конкуренции. В зависимости от рыночной конъюнктуры банки могут предлагать SPV разное количество сукук, что может стать основанием для выбора из имеющихся банков-претендентов именно тех, кто предложит наибольшее (или наименьшее) количество сукук для обратного выкупа.

Таким образом, можно сформулировать следующие выводы, имеющие важное значение для функционирования исламских финансов.

1. Центральный банк, будучи безрисковой организацией, не вправе напрямую вступать в финансовые отношения с исламскими банками. Для этих целей ему следует учредить специальную организацию-посредник – 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, т.к. 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.

В будущем исламские страны на базе национальных SPV могут построить систему поддержки национальных валют. Для этого национальные SPV будут заключать между собой договора репо, используя национальные валюту и облигации сукук. А в отдаленном будущем на базе национальных SPV может быть создана спецструктура, 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 или «MosPrime Rate» в Москве и т.п. 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.

Глава 5. Исламский аналог модели DCF

В данной главе мы рассмотрим модель ценообразования финансовых активов, которая может 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 вам планируют выплатить некую сумму. Это событие (выплата денег) ожидается в будущем, и поэтому всегда будет существовать неопределенность (вероятность банкротства эмитента) относительно получения этих средств. Данная неопределенность снижает ценность обещанных в будущем денег на размер этой самой неопределенности. Исходя из сказанного, отправной точкой разработки модели является тезис, что текущая стоимость любой денежной выплаты, ожидаемой в будущем, определяется неопределенностью получения этих выплат.

Тогда, 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, если у вас есть актив, который в настоящее время стоит \$100 и по которому через год будет выплачено \$110, то 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:

$$PV = f [FV], \quad (1.)$$

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 матожидании. Модели классифицируются на две группы в зависимости от того, что берется в качестве фактора дисконтирования: модели, основанные на потреблении

(Consumption-based model) или альтернативные модели. Главная формула ценообразования в Consumption-based model имеет следующий вид:

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

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, что фактор дисконтирования не является постоянным и изменяется 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 формирования модели является предположение, что вероятность достижения или не достижения какого-либо значения может быть максимально эффективно описано классическим уравнением броуновского движения (для двухмерного пространства):

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

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 действия на эмитента финансового актива многочисленных экономических, общественных, политических и пр. факторов, что сродни бомбардировке броуновской частицы молекулами, применение логики формулы 3 представляется обоснованным. Тем более, что идея использовать при ценообразовании финансовых активов логику броуновского движения также не нова, она успешно используется в модели ценообразования опционов.

Третий шаг формирования модели – это замена оригинальных параметров формулы 3 на их финансовые аналоги. В этой формуле говорится о том, 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 .

Тогда формула 3 может быть записана следующим образом:

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

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 дня:

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

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:

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

Тогда формула 4 приобретает следующий вид:

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

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

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

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

В целях исследования приведем пример для иллюстрации формулы 8: актив, по которому через год предполагается выплата \$110, продается сегодня по цене \$100. Применяя формулу, мы получаем, что коэффициент k эмитента актива составляет 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 (удовлетворительное значение) до 100% (наилучшее). Когда k равен нулю, это значит, что эмитент совершенно не способен приуменьшить обычные, природные риски при обеспечении запланированного платежа. Когда коэффициент равен 100% – это означает, 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. При значении k , меньшем нуля, возможности компании по обеспечению платежа даже меньше природных, но все еще не означают полной неплатежеспособности.

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

Данная модель, поскольку в ее основе лежит механизм матожидания, 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 меняется не существенно при изменении срока займа, например, с трех лет до пяти.

Как бы ни менялась рыночная ставка процента, текущая стоимость актива будет зависеть только от восприятия рынком индивидуальных характеристик эмитента. Это совершенно иная модель реакции на события, вполне соответствующая логике запретов шарриата.

Восприимчивость модели ECF к спекуляции финансовыми активами: 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 ECF дает возможность рассчитать эффективность организации бизнеса компании-эмитента актива и характеризует способность компании исполнять взятые на себя обязательства. При $k = 0$ компания характеризуется полной неспособностью приуменьшить характерные для природных 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 ECF 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 данной главе мы проанализируем соответствие традиционной биржевой инфраструктуры 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 исламской биржевых торгов финансовыми активами, позволяющий исключить непозволительные с точки зрения шариата элементы.

Отметим, что анализировать необычайно сложный объект (коим, несомненно, является котировка, а ее сложность зависит от большого числа факторов, влияющих на нее, причем часть факторов, таких, например, как информация, не поддаются пока 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 поведения котировок.

Предположения и допущения

Чтобы сформулировать данные ограничения, целесообразно уточнить, кто же формирует котировки? Ответ: две категории участников торгов – брокеры и дилеры. Следовательно, мы должны так задать предположения, чтобы исключить 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 профучастников может быть предсказуемо, а, следовательно, 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 не было 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-единственного 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 неисполненных, 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 преумножения, необходимость увеличения стоимости капитала. Это базовый мотив, который вне зависимости ни от чего, будет довлеть над дилерами.

Теперь с учетом этого мотива рассмотрим поведение дилера в условиях полного «вакуума», который мы ему создали, введя предположения. 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, и единственный тогда остающийся у них способ заработать – это найти, как перераспределить в свою пользу денежные средства другого дилера. Инструмент для этого только один – изменение выставляемых заявок на покупку или продажу, в том числе и их отзыв.

Согласно логике, у профучастника в описываемый момент нет абсолютно никаких оснований для пересмотра котировок. Но, тем не менее, соседствующие сделки по ликвидной бумаге 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 предположениям).

Иначе говоря, несмотря на отсутствие реальных причин изменять цены, мотивация дилера (то есть необходимость увеличения капитала) вынуждает его совершать операции по разным ценам. Ситуация, с интуитивной точки зрения, выглядит нелогичной – торги не прекращаются, несмотря на отсутствие оснований для пересмотра котировок, скорее, она выглядит какой-то игрой с расчетом на удачу, а не торгами (то есть процедурой, рассчитанной 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 волшебным профучастник торгует? 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 вперед, ответим – нет, в силу своих характеристик она, вообще, не может быть объектом регулярных торгов.

Обоснование этому утверждению следующее. Вначале рассмотрим стандартный, однотипный товар, скажем, стол. Может ли стол в стандартных экономических условиях представлять интерес с точки зрения его многократной купли-продажи. Допустим, стол стоит 100 рублей, и первый покупатель приобрел его по этой цене. Далее первый покупатель захотел стол продать. Сможет ли он его продать за цену большую, чем исходная, 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 и за те же 100 рублей, поскольку новый покупатель 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 удвоению 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, а, следовательно, у торговцев не будет заработка на ее купле-продаже, а только убыток. Актив, один раз сменив владельца, далее уже 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. Тогда, 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 и допущений, 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:

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

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) недвусмысленно запрещен в тексте самого Корана (2:219, 5:90-91). На основании этого запрета делаются выводы о неприемлемости 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 сходстве этого процесса с азартом и неприемлемости для ислама господствующей в мире финансовой системы.

Также и в рассматриваемой нами модели: система котировок априори таит в себе элемент азарта, и потому любые разговоры о допустимости отдельных продуктов, с точки зрения шариата, 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) кредита неизвестному партнеру в размере «как удастся», на срок, определяемый самим профучастником, с погашением в размере – «как получится». Говоря простым языком: вложить меньше, забрать больше. Это игра на деньги и деньгами же.

Двухкомпонентность структуры рыночной котировки с точки зрения Шариата: ростовщичество

Существующие механизмы формирования котировок содержат в себе другой более опасный, с точки зрения шариата, элемент – *рибу*. 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» 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, когда он двигается вперед маленькими шагами и при этом переваливается влево-вправо (это 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 (переваливаться влево-вправо). Поэтому каждый рациональный человек стремится согласовать колебательные движения своего корпуса с движением соседей. В результате и возникает «эффект волны».

Соответственно можно предположить, что профучастники, вне зависимости от 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. Хотя прямой аналогии с вышеприведенным примером не может быть, тем не менее, профучастники интуитивно определяют и, не сговариваясь, 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 шариата: чрезмерный риск

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

Обоснование сказанному следующее. Размер кредита может меняться вследствие 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, а 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 не 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 шариата, элемент – чрезмерный, неоправданный риск (гарар). Гарар также означает информационную асимметрию, которая может привести к тому, что одна сторона обогатится за счет другой. В случае с формированием котировок и с фондовым рынком, в целом, очевидно, что профучастники априори обладают значительно большим объемом информации, чем непрофессиональные участники, что позволяет им выходить с наименьшими потерями даже в моменты кризисов – за счет неопытных игроков на рынке. Допустимо ли это с точки зрения шариата? Очевидно, нет. Любой участник, не обладающий профессиональными знаниями и навыками работы на фондовом рынке, обречен на то, чтобы за его счет обогащались профессионалы.

Выводы

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

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

Поэтому можно констатировать, что в современных условиях исламские финансовые продукты будут, тем не менее, такими же объектами спекулятивных сделок с наличием в их структуре гарара, майсира и рыбы, как и традиционные продукты. 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.

Выход из данной ситуации видится в создании условий, в которых невозможны биржевая спекуляция и как следствие – возникновение «второго компонента котировки» – кредита. Практически 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 альтернативная возможность. Тем более что ее запретить все равно нереально.

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. Также у денежных властей появится возможность оперативного регулирования финансовых рынков через осуществление фондовых интервенций по аналогии регулирования валютного рынка центральным банком.

Глава 7. Исламский финансовый опыт Республики Судан

Индустрия исламских финансов стремительно развивается последние два десятка лет. Особое место в ней занимают Республика Судан и Исламская Республика Иран, декларирующие полное соответствие требованиям шариата во всех областях, в том числе в финансах. 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 данная страна находится под санкциями, вызванными кровопролитным конфликтом в одном из ее регионов. В начале 2019 года ситуация в ней обострилась и привела к объявлению чрезвычайного положения. Несмотря на все политические трудности, несмотря на 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 финансов¹⁰. Вместе с тем он и сам нуждается в совершенствовании.

К настоящему времени финансовый сектор страны пережил целый ряд взлетов и падений. Нельзя утверждать, что органы власти бездействовали. Они неоднократно прилагали усилия по развитию экономики и финансов. Однако, столкнувшись с первыми же трудностями внедрения, власти сдавались и прекращали реформы. Кроме того, можно отметить следующие ошибочные решения прежних лет:

- 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;

¹⁰ Информационно-аналитический материал был собран авторами в рамках научной командировки в органах государственной власти и управления в Республике Судан в 2018 году.

- 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 еще раз повторимся, что это состояние не связано с выбором исламской финансовой модели, а с политическими процессами.

Бюджетная система

Бюджетная система Республики Судан представлена стандартными органами власти и денежными фондами с понятной логикой функционирования:

- Государственный бюджет и бюджеты регионов;
- Пенсионный фонд (ПФ);
- Национальный фонд медицинского страхования (НФМС);
- Фонд Закят (ФЗ), формируемый за счет религиозного налога 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. Заметим, что нормы и условия закятооблагаемости того или иного товара/имущества устанавливаются не законодательством какой-либо страны, а четким и недвусмысленным текстом шариата.

Внебюджетные фонды находятся вне сферы законодательной власти страны, а их бюджеты утверждаются правлениями фондов самостоятельно. Отчетность по итогам исполнения 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 отличаться на 20-50% 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 результате этого отсутствует публичная ответственность органов власти перед общественностью. Главным следствием этого является то, что финансовые аналитики и риск-менеджеры компаний-потенциальных инвесторов, не имея информации о состоянии бюджетной системы, завышают оценку странового риска, что приводит потенциальных инвесторов к поиску в Судане инвестпроектов с особо 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.

Содержательно закон о госбюджете и решения о внебюджетных фондах имеют крайне низкую степень полезности. В законе о госбюджете содержится значительное количество целей, совершенно не подкрепленных конкретными мероприятиями, способствующими их достижению. В нем не содержится 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) меняется из года в год. 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-ти и 3-х летние программы экономических реформ при подготовке бюджета, по существу, не используются. Поставленные в бюджете цели не детализируются в виде государственных целевых программ. Невыполнение поставленных в предыдущем бюджете целей и задач никак не отражается в планируемом 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 будет иметь место стремительный рост потребности в рабочих местах).

ЦБ Судана предоставляет Минфину бюджетные кредиты, что представляет 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 инфляцию.

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

Доходная часть государственного бюджета

Прогнозирование налоговых доходов осуществляется стандартно - за 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 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. По состоянию на 9 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» Минфину 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 электроэнергия), 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 носит закрытый характер даже для рядовых сотрудников Минфина. 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, не отражаются заимствования 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. Например, в утвержденном государственном бюджете на 2017 год 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 на всю страну только одним офисом. 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 вовсе. Ряд организаций, имеющих счета в казначействе, проводят через него лишь меньшую 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. В основном, регулирование касается распределения между штатами части государственных налогов. Для этого специальная комиссия анализирует 8 критериев. Вопросы финансирования инвестпроектов в отдельных регионах, а также предоставление финансирования на покрытие кассовых разрывов в сфере межбюджетных отношений не рассматривается.

Института передачи полномочий и, соответственно, субсидий для их обеспечения нет. Механизмов финансового поощрения регионов, добившихся лучших результатов в социально-экономическом развитии, пока не выработано. При этом регионы могут отказываться от участия в централизованных мероприятиях. Также регионы могут вводить свои налоги и сборы, ограничение заключается только в низкой платежеспособности местных предприятий.

В штатах есть муниципальные образования (маслахаты), включающие в себя три уровня поселений. У маслахатов есть свои бюджеты и парламенты. В основном, маслахаты взимают сборы с земледельцев и скотоводов, а также собирают закят и делят его с Фондом закят. В полной мере отношения на уровне регион-муниципалитет и внутри муниципалитетов не прозрачны даже на государственном уровне.

Государственные и смешанные предприятия с госучастием

Данные предприятия являются важным элементом заемной политики, позволяя Минфину формировать 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 развития исламского характера, фактически отсутствует. Имеются Шариатский Совет ученых при Президенте и Совет по фикху¹¹ при Правительстве. Однако они фактически самоустранились от обеспечения верховенства принципов шариата в финансовой системе. В то же время шариатский совет при ЦБ Судана придерживается позиции «из двух зол выбираем наименьшее». Например, на вопрос, считают ли они необеспеченные кредиты, предоставляемые Центробанком Минфину, нормальной практикой, эксперты ответили, что они хорошо понимают, что простое печатанье денег разгоняет инфляцию. По мнению экспертов, у них только два варианта обеспечения ликвидности финансовой системы страны: а) привлечь кредит извне с процентной ставкой, то есть допустить Рибу, б) просто напечатать деньги, что приведет к инфляции. Эксперты ЦБ Судана выбирают второе.

В целом, у шариатских экспертов Судана отсутствует четко выраженная позиция по следующим важным вопросам: предоставление Центробанком необеспеченных кредитов Минфину; эмиссия новых выпусков суверенных сукук при очевидных дефолтах 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;

¹¹ Фикх от арабского слова **فقه** **ف**, что означает мусульманское право

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 безответственности 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 финансовой системе – позволит начать работы по совершенствованию. Миру исламских финансов нужен позитивный пример в лице Судана, страны со 100% исламской финансовой системой.

Заключение

Авторы видят финансовый мир, в котором есть место не только исламским, но и христианским, иудейским и пр. финансам и где все финансовые модели функционируют самостоятельно и в тесном сотрудничестве.

При этом авторы предполагают, что логика работы исламских финансов будет отличаться от привычной, точно также, как логика корпоративных финансов уже сейчас кардинально отличается от логики обычных финансов.

Все это, возможно, уже в ближайшем будущем. По крайней мере для исламских финансов ближайшее десятилетие должно стать периодом решения ключевых проблем и формирования ее подлинной независимости от логики и правил существования традиционных финансов.

Это очень малый срок, но его необходимо выдержать, поскольку активно развивается 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 Улум Аль-Дин. Дар Аль-Марифа. Бейрут.
- Ахмад бин Абдуль Халим: Мажмуъ Аль-Фатава. Медина. 1995.
- Аль-Фаузан, Салех: Аль-Мулаххас Аль-Фикхий. Даруль Асимар. Рияд.
- 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>