

**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

Чокаев Б.В.

**Исламские финансы: возможности для
российской экономики**

Москва 2017

Аннотация. Статья посвящена обсуждению перспектив развития финансовой системы и экономики в целом, связанных с появлением отрасли исламских финансов в стране. В статье вкратце затрагиваются особенности исламских финансов, рассматриваются основные препятствия для функционирования исламских финансовых компаний в российском правовом поле. Далее, анализируются экономические выгоды от развития отрасли исламских финансов, которое подразумевает создание экономической инфраструктуры, позволяющей субъектам данной отрасли функционировать в равных условиях с другими субъектами финансовой системы с точки зрения финансовых, налоговых и административных аспектов.

Ключевые слова: Исламские финансы, финансовая система, финансовые инструменты.

The article discusses the prospects for the development of the financial system and the economy, associated with the emergence of Islamic finance industry in the country. The author briefly describes the distinguished features of Islamic finance, examines the main obstacles for functioning of Islamic financial institutions in the Russian legislation. Furthermore, he analyzes the economic benefits from the creation of economic infrastructure, which enables Islamic financial companies to operate in equal conditions with other subjects of the financial system in terms of financial, tax and administrative aspects.

Keywords: Islamic finance, financial system, financial instruments.

Автор выражает благодарность Андрею Симонову, Булату Мулюкову, Евгению Горбатикову и Искандеру Исхакову за ценные комментарии и рекомендации при написании статьи.

Чокаев Б.В. заместитель заведующего Международной лабораторией исследований инвестиций и финансовых рынков Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2016 год.

Введение

Отрасль исламских финансов является одной из самых быстро растущих отраслей в мире с годовым темпом роста активов за последние 10 лет 15–20%. В силу своей молодости этот сектор по-прежнему остается относительно небольшим: по оценкам мировых консалтинговых компаний объем исламских финансовых активов в 2013 году составил около 1,7 трлн. долл.¹ и уже в 2014 году перейдет рубеж в 2 трлн. долл.² Значительная доля мусульманского населения в мире³ говорит о большом потенциале роста исламских финансовых активов в будущем. Исламский финансовый сектор показал более быстрый рост после мирового кризиса 2008 года по сравнению с традиционным⁴, получив развитие во многих странах за пределами исламского мира. На сегодняшний день либерализация рынка исламских финансов в различной степени⁵ произошла в США, Великобритании, Франции, Германии, Японии, Австралии и других странах. Например, в Великобритании по итогам исследований Рабочей группы по исламским финансам, созданной Банком Англии в 2001 году с целью изучения препятствий для развития отрасли в стране, были внесены изменения в финансовое законодательство⁶, позволяющие избежать двойного налогообложения в исламских ипотечных операциях⁷. Затем, в течение последующих лет в законодательство также вносились поправки, легализующие и другие исламские финансовые инструменты и создающие для них такие же налоговые условия, как для аналогичных традиционных инструментов⁸. Все эти шаги позволили Великобритании стать одним из главных исламских финансовых центров, по крайней мере, среди стран Запада. На сегодняшний день в этой стране действуют более 20 банков (6 из которых являются полноценными исламскими банками) с объемом исламских финансовых активов в 19 млрд. долл., а

¹ Для сравнения, суммарные активы 20 крупнейших банков мира по состоянию на 2013 год составили около 44 трлн. долл.

² World Islamic Banking Competitiveness Report. Ernst & Young, 2014.

³ Мусульмане составляют около 23% мирового населения согласно отчету исследовательского центра Pew Research Center (2009).

⁴ См., например, Hassan, Dridi, 2010.

⁵ Начиная от внедрения исламских индексов ценных бумаг и заканчивая поправками в законодательство и изданием соответствующих законодательных актов по регулированию этой отрасли.

⁶ Finance Act, 2003, <http://www.legislation.gov.uk/>.

⁷ Ainley et al., 2007.

⁸ Finance Acts, 2005, 2006, 2007, <http://www.legislation.gov.uk/>

на Лондонской фондовой бирже было проведено 50 размещений исламских инвестиционных ценных бумаг на общую сумму 35 млрд. долл.⁹

Развитие исламских финансов не обошло стороной и некоторые страны постсоветского пространства. Правительства Казахстана и Киргизии, видя перспективы данного финансового сегмента, адаптировали законодательство под нужды исламских финансов, в результате чего были учреждены полноценные исламские банки: филиал эмиратского банка «Аль-Хияль» в Астане и «ЭкоИсламик Банк» в Бишкеке. В Азербайджане в настоящее время завершается процесс разработки специализированного законодательства, и на базе Международного банка Азербайджана реализуется пилотный проект по внедрению исламского банкинга. Если в случае мусульманских стран главной движущей силой развития отрасли исламских финансов является спрос со стороны религиозного населения, то в западных и других странах с небольшой долей мусульман одной из основных причин их развития является интерес стран к инвестициям с Ближнего Востока¹⁰.

В Российской Федерации развитие исламских финансов значительно отстает практически от всех упомянутых стран. В то же время регулирование и развитие отрасли исламских финансов в Российской Федерации является вдвойне важным. С одной стороны, наличие в стране значительной доли мусульман, которые отказываются от традиционных финансовых услуг из-за своих религиозных принципов, создает необходимость обеспечения этой части населения страны альтернативными финансовыми услугами. В свою очередь многочисленное мусульманское население способно обеспечить необходимый спрос для развития отрасли. С другой стороны, сложившееся текущее состояние экономики страны с минимальными темпами роста ВВП¹¹, а также внешнеэкономическая ситуация, связанная с оттоком капитала с российских рынков¹², диктует необходимость поиска новых источников развития экономики. Привлечение иностранных инвестиций из стран Ближнего Востока и других мусульманских стран путем создания условий для функционирования бизнеса в соответствии с религиозными принципами потенциальных инвесторов могло бы стать одним

⁹ UK Excellence in Islamic Finance, 2014, <https://www.gov.uk/>.

¹⁰ См., например, Трунин и др., 2009.

¹¹ По данным Федеральной службы государственной статистики, реальный ВВП в 2013 г. вырос на 1,3% по сравнению с предыдущим годом, а в 2014 г. – всего на 0,6%.

¹² По данным ЦБ РФ, чистый вывоз капитала частным сектором в 2013 г. составил 61 млрд. долл., а в 2014 г. – более 150 млрд. долл.

из способов улучшения существующей экономической ситуации. В связи с последними событиями на геополитическом пространстве, которые напрямую отразились на экономических взаимоотношениях между Российской Федерацией и странами Запада, данный вопрос особенно актуален. Поэтому все чаще появляются инициативы по развитию исламских финансов как способа решения проблемы привлечения иностранного капитала на российские рынки.¹³

Стоит отметить, что развитие исламских финансов способствует развитию финансовой системы страны в целом. Она не только открывает доступ к финансовому рынку новым экономическим агентам, но и приводит к переключению части экономических агентов с традиционных финансовых услуг на исламские из-за возросшего множества выбора финансовых услуг. В совокупности это способствует увеличению конкуренции на финансовом рынке и более эффективному распределению капитала в экономике. Развитие исламских финансов привлечет «в экономику России не используемые до сих пор средства мусульман, проживающих на территории России, а также иностранные инвестиции из стран Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии, что позволит усилить здоровую конкуренцию на финансовых рынках»¹⁴.

В свою очередь, развитость финансового сектора положительно влияет на экономический рост, что отмечалось еще в исследованиях 1950-х –1970-х годов¹⁵. Изучение этой зависимости было продолжено в литературе и в относительно недавних исследованиях. Если эмпирические работы, основанные на межстрановом анализе, были посвящены в основном выявлению положительной корреляции между развитостью финансовой системы и экономическим ростом¹⁶, то в теоретических работах

¹³ В июне 2014 года член Комитета Совета Федерации по бюджету и финансовым рынкам Сергей Батин выступил с инициативой о создании условий для привлечения инвестиций из арабских стран. По его словам, для этого необходимо внести поправки в 17 федеральных законов, работа по которым уже ведется совместно с ЦБ РФ. Сам ЦБ в июле 2014 года обращался с запросом «Об исламских принципах финансирования» в Ассоциацию российских банков с целью получения экспертизы действующего регулирования в части выявления положений, которые могут быть отнесены к ограничивающим развитие исламского финансового сектора. В результате, в октябре 2014 года в Совете Федерации создана рабочая группа под руководством заместителя председателя Ильяса Умаханова для изучения возможностей развития исламского финансирования в России. В марте 2015 года заместитель председателя Комитета Государственной Думы по финансовому рынку Дмитрий Савельев внес в Госдуму законопроект «О внесении изменений в статью 5 ФЗ «О банках и банковской деятельности», устраняющий «первый барьер на пути внедрения инструментов исламского банкинга в России».

¹⁴ Письмо Ассоциации российских банков Банку России от 08.08.2014 г. «Об исламских принципах финансирования».

¹⁵ Например, см.: Robinson, 1952; Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; Shaw, 1973.

¹⁶ Например, см.: Gertler, Rose, 1991; King, Levine, 1993a, b; Roubini, Sala-i-Martin, 1992.

были предложены конкретные механизмы влияния первого показателя на второй¹⁷. Согласно этим исследованиям развитые финансовые рынки выполняют несколько важных функций: они позволяют включить в процесс накопления мелкие сбережения, оказывая непосредственное влияние на норму сбережения, способствуют более эффективному распределению капитала (направляя капитал в наиболее привлекательные проекты), частично способствуют решению проблемы неблагоприятного отбора, возникающей при выборе между проектами, предоставляют инвесторам возможность диверсифицировать риски путем инвестирования в несколько разных проектов. Кроме того, от развитости финансовой системы зависит интенсивность исследований и конструкторских разработок, масштабы инновационной активности предпринимателей, что непосредственно влияет на совокупную факторную производительность¹⁸. Все это, безусловно, отражается на темпах экономического роста.

Проблемам развития финансовой системы Российской Федерации посвящен ряд исследований российских авторов¹⁹. В недавней работе (Абрамов и др., 2014) авторы исследуют взаимосвязь между типом модели государственного регулирования финансового сектора и «глубиной» развития финансовой системы в различных странах мира и приходят к выводу о том, что в условиях максимальной консолидации регулирования и надзора в рамках мегарегулятора на базе Банка России создаются повышенные риски как избыточного административного давления на еще недостаточно развитые небанковские финансовые организации, так и ослабления конкурентной среды. Поэтому «необходимо уделять особое внимание повышению эффективности регулирующей функции, предполагающей создание условий для справедливой конкуренции между всеми участниками финансового рынка и защиты прав потребителей финансовых услуг»²⁰.

Возможности становления исламских финансов в Российской Федерации и особенности функционирования исламских финансовых институтов не раз рассматривались в отечественной литературе²¹. Например, в работе (Трунин и др., 2009) дается краткий обзор исторического развития отрасли исламских финансов в мире, при-

¹⁷ Например, см.: Bencivenga, Smith, 1991; Greenwood, Jovanovic, 1990; Levine, 1991; Pagano, 1993; Rajan and Zingales, 1998.

¹⁸ King, Levine, 1993b.

¹⁹ Например, см.: Радыгин, Энгов, 2005; Абрамов, Радыгин, 2007; Зубарев, 2012; Абрамов и др., 2014.

²⁰ Абрамов и др., 2014, стр. 46–47.

²¹ Например, см.: Беккин, 2006; Трунин и др., 2009; Яндиев, 2011; Азарян, 2012.

водится подробный анализ существующих инструментов исламских финансовых институтов (банков, страховых компаний, взаимных фондов и т.д.), изучается опыт государственного регулирования данной отрасли различных стран. Авторы приходят к выводу, что перед принятием решения о стимулировании развития исламских финансов в Российской Федерации необходимо продумать всевозможные последствия данного шага.

Данная статья посвящена обсуждению экономических последствий либерализации отрасли исламских финансов в Российской Федерации. Под либерализацией понимается проведение экономической политики, направленной на создание инфраструктуры, позволяющей субъектам данной отрасли функционировать в равных условиях с другими субъектами финансовой системы с точки зрения финансовых, налоговых и административных аспектов. Такая политика может включать в себя создание правовых условий функционирования исламских финансовых организаций путем внесения поправок в существующее законодательство, издания новых законов или подзаконных актов; регулирование деятельности таких организаций со стороны надзорных финансовых органов²²; заключение международных налоговых соглашений со странами Ближнего Востока и с другими странами, для которых инвестирование в данную отрасль Российской Федерации может представлять интерес и т.д.

Появление в Российской Федерации исламских финансовых компаний, предоставляющих широкий спектр услуг, аналогичный широкому спектру традиционных финансовых услуг, но удовлетворяющий определенным религиозным требованиям, приведет к увеличению благосостояния всей экономики в целом, в том числе и благосостояния мусульманской и немусульманской частей населения по отдельности. При условии функционирования таких компаний увеличение благосостояния мусульманской части населения (а также другого населения, для которого принципы исламского финансирования являются допустимыми, в отличие от традиционных принципов финансирования) произойдет за счет появления доступа к финансовым услугам. Для другой части населения появление альтернативных финансовых услуг также приведет к увеличению благосостояния за счет того, что не все виды исламского финансирования имеют полный аналог в традиционной финансовой системе. Потребители из этой

²² Пруденциальный надзор и надзор за предпринимательской деятельностью.

части населения могут разнообразить свою потребительскую корзину финансовых услуг и, таким образом, увеличить свое благосостояние. Отсюда следует, что рост потребления населением финансовых услуг приведет, с одной стороны, к росту сбережений в экономике за счет той части населения, которая склонна к сбережениям, а с другой – к росту инвестиций в экономику за счет части населения, склонной к предпринимательству. В результате развитие исламских финансов приведет к росту сбережений и инвестиций в экономике, что, в свою очередь станет причиной роста экономики в целом.²³

Особенности исламских финансов

Взаимоотношения между людьми, в том числе и экономические, в исламе регулируются разделом шариата, который называется Фикх аль-Муамалат. Одно из основополагающих правил этого раздела – все, что не запрещено, является разрешенным. Поэтому, чтобы следовать требованиям Фикха аль-Муамалат, необходимо знать правила, запрещающие те или иные виды взаимоотношений. Одно из таких правил налагает запрет на любой вид взаимоотношений между людьми, в котором (в частности²⁴) присутствует хотя бы один из элементов²⁵: ростовщичество, излишняя неопределенность, азартная игра.

Понятие ростовщичества является одним из самых изученных понятий в исследованиях исламских теологов²⁶. Тем не менее, для того, чтобы дать полное определение этого понятия и разобраться во всех его аспектах, необходимо посвятить этому отдельную статью. Поэтому ограничимся более узким определением, которое является частью полного. Под ростовщичеством в данном исследовании понимается любая гарантированная доходность, возникающая при предоставлении ликвидности в долг.

²³ Отметим, что в данной статье исследуется экономический эффект от возникновения исламских финансовых компаний в экономике Российской Федерации, соответственно предполагается, что исламские финансовые компании будут функционировать наряду с традиционными финансовыми компаниями в рамках существующей рыночной экономики и представлять собой часть финансовой системы этой экономики. В связи с этим данное исследование не является исследованием эффектов, возникающих в исламской финансовой системе и тем более в исламской экономике, которая существенно отличается от капиталистической экономики по своим базовым принципам. Для подробного изучения основ исламской финансовой системы и исламской экономики см., например, Boulakia, 1971; Chapra, 1996, 2000; Ayub, 2009; Бакир ас-Садр, 2012; Беккин, 2007.

²⁴ Другой элемент, который оговаривается в данном правиле, – это нанесение вреда одной из сторон без ее согласия (элемент несправедливости).

²⁵ Ayub, 2009.

²⁶ Например, см.: Qadeeruddin, 1995; Ayub, 2009.

Например, стандартные банковские операции предоставления кредита и привлечения депозита содержат в себе элемент ростовщичества, так как доходность (ставка процента) по этим операциям является гарантированной, и поэтому являются запрещенными.

Точное определение понятия излишней неопределенности также является достаточно сложным и включает в себя множество аспектов, поэтому здесь мы ограничимся его частным определением, основанным на двух примерах²⁷.

Во-первых, любой контракт по купле-продаже товара (услуги) является запрещенным, если в нем присутствует большая неопределенность относительно товара или его цены или относительно конечного результата после исполнения контракта. Качество, количество и индивидуальные характеристики товара, а также его цена должны быть четко прописаны в контракте. Результат, который возникает после исполнения сторонами контракта, должен быть определен и не зависеть от случайностей. Например, договор традиционного страхования является запрещенным, так как в этом договоре конечное распределение денежных средств между страховой компанией и ее клиентом после исполнения контракта зависит от страхового случая.

Во-вторых, любой контракт является запрещенным, если в результате его подписания возникают долговые обязательства двух или более сторон одновременно друг перед другом²⁸. Например, под этот запрет подпадают традиционные фьючерсные и форвардные контракты, опционы и другие деривативы.

Под азартной игрой понимается любая игра с нулевой суммой, в которой выигрыши между участниками (включая организатора игры) распределяются в зависимости от исхода случайных событий²⁹. Все виды современных азартных игр и большинство лотерей являются запрещенными. Соответственно любые финансовые инструменты, выплаты по которым основываются на лотерее или зависят от случайных событий, не соответствуют принципам исламских финансов.

Из этого очень краткого обзора некоторых основ шариата, касающихся экономических взаимоотношений между людьми, следует, что основные инструменты традиционной финансовой системы являются недозволенными для религиозного населе-

²⁷ Для более подробного изучения понятия излишней неопределенности см., например, El-Gamal, 2001; Al-Saati, 2003; Dr. al-Siddiq, 2004.

²⁸ Obaidullah, 2005.

²⁹ Al-Suwailim, 2000.

ния, исповедующего ислам. Возникает вопрос: какие финансовые операции лежат в основе функционирования исламских финансовых институтов и какие инструменты они используют? Кратко рассмотрим основные исламские финансовые инструменты.

Все инструменты исламского финансирования³⁰ можно разделить на *три группы* в зависимости от базового принципа, лежащего в их основе³¹:

- долга,
- аренды,
- разделения прибылей и убытков.

К первой группе относятся финансовые операции, в которых в результате заключения сделки между двумя сторонами возникают долговые обязательства одной стороны перед другой, которые должны быть выполнены в течение определенного времени. Эти обязательства могут быть либо в денежной форме, либо в форме реального актива. При этом в таких операциях не могут возникать обоюдные долговые обязательства обеих сторон друг перед другом³². Примером такого рода операций может служить покупка товара финансовой организацией и его перепродажа потребителю с наценкой в рассрочку. В результате перепродажи товара возникают долговые обязательства потребителя перед финансовой организацией в виде ежемесячных платежей в течение определенного периода времени (долговые обязательства в денежной форме). Одним из главных условий легитимности такого рода сделок является проведение операций с реальным активом (товаром). Важная особенность финансовых инструментов, основанных на долге, заключается в том, что любая покупка и продажа таких инструментов должна проходить по номинальной стоимости³³, то есть такие инструменты не предназначены для торговли на вторичном рынке. Это связано с тем, что покупка (продажа) долга по стоимости, отличной от номинальной, содержит элемент ростовщичества и поэтому является запрещенной.

³⁰ В данной работе не рассматривается понятие исламского страхования, которое в литературе обычно включается в перечень исламских финансовых инструментов. Если говорить коротко, то принцип работы исламской страховой компании напоминает принцип, лежащий в основе фондов взаимного страхования, когда страхователи являются владельцами страхового фонда. Подробно см., например, Беккин, 2004.

³¹ Kahf, Khan, 1992; Zaher, Hassan, 2001.

³² Одновременные двусторонние долговые обязательства запрещены из-за возникновения элемента излишней неопределенности.

³³ Даже при выполнении этого условия покупка или продажа долгового инструмента может быть произведена только с разрешения дебитора (Ayub, 2009).

Вторая группа исламских финансовых операций включает в себя все операции, которые основываются на сдаче одной стороной какого-нибудь актива в аренду другой стороне. Например, фирма нуждается в финансировании для покупки оборудования и обращается в финансовую компанию, которая в свою очередь покупает необходимое оборудование и сдает его в аренду фирме. В конце периода аренды оборудование может быть выкуплено фирмой. Таким образом, прибыль финансовой компании формируется за счет арендных платежей в течение периода аренды и за счет продажи оборудования в конце этого периода. Одно из необходимых условий, которое должно выполняться для операций, основанных на аренде актива, – риски владения активом во все время аренды должен нести арендодатель. В отличие от долговых инструментов, инструменты данного типа могут торговаться на вторичном рынке, представляя на этом рынке инструменты с фиксированной доходностью. Держатель финансового инструмента является владельцем определенной доли в активе, на котором основывается инструмент, и таким образом, имеет права на арендные платежи и несет риски владения³⁴.

В основе финансовых инструментов третьей группы лежит принцип разделения прибылей и убытков. Такого рода сделки представляют собой соглашение, согласно которому одна сторона предоставляет другой финансирование для осуществления деятельности, направленной на извлечение прибыли. Например, финансовая компания предоставляет фирме средства на закупку оборудования и найма рабочей силы для дальнейшего производства, и реализации продукции. Прибыль, полученная при реализации продукции, делится между финансовой компанией и фирмой в заранее оговоренных пропорциях. После завершения периода сделки оборудование продается и его стоимость возвращается финансовой компании (также оборудование может быть выкуплено фирмой). При этом все убытки, в случае их возникновения в результате данной деятельности, несет финансовая компания как единственная сторона, предоставляющая финансирование. Соглашения, основанные на разделении прибыли и убытков, могут быть многосторонними, финансирование может предоставляться несколькими сторонами, а в реализации деятельности может участвовать несколько сторон, в том числе стороны, предоставляющие финансирование. Главным условием

³⁴ Usmani, 2002.

заключения таких соглашений является разделение убытков между сторонами в строгом соответствии с их долей в общей сумме финансирования. При этом прибыль может распределяться между сторонами в любых (заранее оговоренных) пропорциях³⁵. Финансовые инструменты, основанные на таких операциях, могут свободно торговаться на вторичном рынке. Доход по ним формируется за счет доли в прибыли и, таким образом, не является фиксированным.

Если для размещения активов (активные операции) исламские финансовые компании используют все три вида финансовых инструментов, то главными инструментами привлечения активов (пассивные операции) являются инструменты третьей группы. Вкладчики финансовой компании, которые также называются инвесторами, делят с компанией риски в заранее оговоренных пропорциях. Если по итогам своей деятельности компания заработала прибыль, то вкладчики получают долю с этой прибыли сверх основной суммы вклада. Если же компания понесла убытки, то их часть ложится на вкладчиков (доля определяется как соотношение собственного капитала компании к привлеченным средствам). Таким образом, исламская финансовая компания не может гарантировать своим вкладчикам возврат основной суммы вклада. В связи с этим особенно важен вопрос управления рисками и достижения максимальной диверсификации портфеля, а также вопросы, связанные с надзором и регулированием, о чем будет сказано ниже.

Возможность торговли на вторичном рынке инструментами второй и третьей групп позволяет секьюритизировать такие инструменты и создавать на их основе исламские ценные бумаги – сукук. Ценная бумага сукук, выпущенная на основе некоторого актива (инструмента), представляет собой право держателя на определенную долю в прибыли, сгенерированной этим активом на протяжении некоторого периода времени, по истечении которого сукук погашается. Например, финансовая компания, которая купила оборудование и сдает его в аренду фирме, может секьюритизировать данный инструмент, выпустив некоторое количество сукук. В течение срока аренды получателями арендных платежей являются держатели сукук, а в конце этого срока оборудование распродается (или выкупается фирмой/ финансовой компанией), и су-

³⁵ С одним ограничением: если сторона, предоставляющая финансирование, не участвует в деятельности, на которую направлено соглашение, то она не может иметь долю в прибыли большую, чем ее доля в общем финансировании.

кук погашаются. На практике выпуск сукук используется во многих странах для финансирования крупных государственных или частных проектов. На сегодняшний день мировой рынок сукук оценивается в около 250 млрд. долл.³⁶

Практика исламских финансовых компаний

В результате анализа в предыдущем разделе групп инструментов исламского финансирования можно сделать вывод о том, что все исламские финансовые операции должны основываться на операциях с реальными активами. Финансовая компания не может предоставить денежные средства на каких бы то ни было условиях, если заранее не известны конкретные цели финансирования и не оговорены конкретные действия и операции по достижению этих целей. При этом исламская финансовая компания, выступающая в роли стороны, предоставляющей финансирование, должна нести риски, связанные с операциями с реальными активами, на осуществление которых предоставляется финансирование. Если целью финансирования является осуществление производственной деятельности, то финансовая компания должна нести риски того, что эта деятельность может привести к убыткам. Если же финансирование предоставляется на покупку актива (товара, услуги) или аренду актива, то финансовая компания обязана приобрести данный актив с последующей продажей или сдачей в аренду клиенту, неся все риски, связанные с этими операциями.

Из всего сказанного следует, что риски, которые берут на себя исламские финансовые компании, будут существенно отличаться от рисков традиционных финансовых компаний. Во-первых, так как исламские финансовые инструменты, опирающиеся на операции с реальными активами, являются более сложными по сравнению с традиционными инструментами (которые представляют собой операции с ликвидностью), то операционный риск исламских банков³⁷ требует особого регулирования со стороны надзорных органов (Errico, Farahbakhsh, 1998). Во-вторых, роль рыночного риска возрастает для исламского банка по сравнению с традиционным из-за возможных изменений рыночной стоимости реальных активов. В-третьих, так как доходность вкладчиков исламских банков (в отличие от доходности обычных банков) зави-

³⁶ Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014. Thomson Reuters Zawya, 2014.

³⁷ В данной работе понятия «исламский банк» и «исламская финансовая компания» используются как синонимы.

сит от прибыли банка, то для защиты их прав и уменьшения риска недобросовестного поведения к исламским банкам должно предъявляться больше требований по уровню достаточности собственного капитала, прозрачности деятельности и раскрытию информации (Sundararajan, Errico, 2002). В-четвертых, разделение исламскими банками прибыли со своими вкладчиками может приводить к риску потери вкладчиков вследствие низкой прибыльности банка (Khan, Ahmed, 2001). В то же время, вкладчики исламского банка не могут забрать свои деньги из банка до истечения срока, оговоренного в договоре, в отличие от традиционного банка, где вкладчик в любое время может потребовать депозит, что упрощает управление риском ликвидности для исламского банка.³⁸ В целом из этой литературы можно сделать вывод о том, что подходы к пруденциальному регулированию со стороны надзорного органа по контролю рисков и достаточности капитала должны учитывать специфику исламских финансовых инструментов.

Асимметрия информации в исламских финансах

Другая отличительная особенность исламских банков связана с асимметрией информации между банком и заемщиком, нуждающимся в финансировании проекта: заемщик, как правило, владеет большей информацией относительно перспективности своего проекта, чем банк. Для разных проектов стоимость капитала, привлекаемого для их финансирования, может быть разной: для более перспективных проектов при прочих равных будет использоваться капитал меньшей стоимости. Если существует асимметрия информации и заемщик знает, что его проект перспективный, а банк этого не знает, то стоимость капитала, по которой банк готов финансировать проект, будет выше стоимости, которую заемщик считает оптимальной.

В случае традиционного банка проблема асимметрии информации стоит не так остро, так как финансирование проекта представляет собой предоставление кредита с фиксированной ставкой процента, независимой от результатов реализации проекта.

³⁸ Для того чтобы проверить перечисленные тезисы о различии в рисках между исламскими и традиционными банками, а также другие теоретические тезисы, сформулированные в литературе, необходимо провести эмпирический анализ на основе данных, отражающих деятельность обоих типов банков в различных странах. Этому было посвящено достаточно много недавних эмпирических работ (см., например, Yudistra, 2004; Chong, Liu, 2009; Weill, 2011; Cihak, Hesse, 2010; Johnes et al., 2013). Из этой литературы в целом следует, что между исламскими и традиционными банками нет существенных отличий в эффективности, уровне конкуренции и рисков (Abedifar et al., 2013).

То же самое касается и исламского банка, когда для финансирования он использует инструменты первого и второго типов (основанных на долге и аренде). Существенное отличие между двумя типами банков возникает, когда для финансирования проекта используется инструмент, основанный на разделении прибылей и убытков. В этом случае, важность проблемы неблагоприятного отбора и риска недобросовестного поведения из-за наличия асимметрии информации возрастает.

Проблема привлечения финансирования при наличии асимметрии информации является одной из главных проблем современных корпоративных финансов. Фирма, у которой есть инвестиционный проект, но недостаточно собственных средств для его финансирования, будет выпускать акции или облигации. Если инвестиционный проект является «хорошим», то цена, по которой фирма может продать ценные бумаги на рынке, будет меньше, чем стоимость, которую ценным бумагам приписывают ее менеджеры, исходя из своей достоверной информации о качестве проекта. Эта разница цен представляет собой издержки привлечения капитала из-за наличия асимметрии информации между менеджерами и потенциальными инвесторами. Из классической теории иерархии (*pecking order theory*, Myers and Majluf, 1984; Myers, 1984) следует, что в этом случае фирма будет использовать облигации вместо акций как менее чувствительный к информации инструмент, рыночная стоимость которого меньше отличается от его справедливой стоимости. Следовательно, согласно этой теории, для финансирования фирм исламские банки будут использовать инструменты, основанные на долге и аренде, вместо инструментов, основанных на разделении прибыли и убытков.

Однако теория иерархии не нашла строгого подтверждения на практике.³⁹ В частности, она не объясняет тот факт, что многие молодые фирмы, нуждающиеся во внешнем финансировании, сначала выпускают акции при помощи IPO, а уже затем при необходимости используют долговые инструменты. Относительно недавно в литературе были предложены другие модели, призванные объяснить эмпирические наблюдения о структуре внешнего финансирования фирм.⁴⁰ В работе (Fulghieri, Lukin, 2001) предлагается модель выбора фирмой инструмента внешнего финансирования проекта, в которой предполагается, что инвестор имеет возможность получить ин-

³⁹ См., например: MacKie-Mason, 1990; Opler, Titman, 1996; Shyam-Sunder, Myers, 1999.

⁴⁰ См., например: DeMarzo, Duffie, 1999; Daniel, Titman, 1995; Kalay, Zender, 1997; Boot, Thakor, 1993.

формацию о качестве проекта, неся при этом некоторые издержки. Как показала модель, решение инвестора о получении информации о проекте будет зависеть от выбранного фирмой инструмента финансирования. Инвестор предпочтет нести издержки для получения дополнительной информации о проекте только в том случае, если инструмент будет сильно чувствителен к асимметрии информации. Следовательно, фирме может быть выгодно использовать акции, а не облигации, так как получение инвестором дополнительной информации приведет к уменьшению асимметрии информации и, соответственно, к уменьшению отклонения рыночной цены акций от их справедливой цены. В отличие от теории иерархии, эта модель предсказывает, что в некоторых случаях исламский банк будет использовать инструменты участия в капитале вместо долговых инструментов.

Резюмируя выше сказанное можно отметить, что проблема неблагоприятного отбора и риск недобросовестного поведения при наличии асимметрии информации отрицательно влияет на эффективность как использования долга, так и участия в капитале для финансирования проектов. При этом эффективность использования долга менее чувствительна к степени асимметрии информации, так как заемщик обязан вернуть всю сумму долга вне зависимости от результатов проекта. Если же финансовые организации функционируют в среде, где есть возможность уменьшения асимметрии информации ценой собственных издержек (путем изучения качества проекта, характеристик фирмы, потенциала отрасли, рисков экономики в целом и т.д.)⁴¹, то использование инструментов участия в капитале может приводить к увеличению эффективности по сравнению с долговыми инструментами. Следовательно, для того чтобы исламские банки могли успешно применять инструменты, основанные на разделении прибылей и убытков, наряду с инструментами фиксированной доходности, необходима соответствующая экономическая среда.

Практика исламских банков в мире такова, что их портфель смещен в сторону финансовых инструментов фиксированной доходности. По некоторым оценкам инструменты, основанные на разделении прибылей и убытков, занимает в портфеле исламских банков менее 25% (Aggarwal, Yousef, 2000). Помимо прочего, одной из при-

⁴¹ При этом подразумевается, что полученная финансовой организацией (инвестором) информация является достоверной, а после финансирования проекта обязательства заемщика перед ней будут выполнены. Это в том числе означает, что указанная среда должна включать в себя такие элементы как легальные механизмы противодействия сокрытию доходов фирмы, защита прав инвесторов, гарантия исполнения контрактов и т.д.

чин этого является отсутствие упомянутой выше экономической среды, необходимой для успешного применения инструментов участия в капитале. Такая среда, как правило, присутствует в западных странах с развитой финансовой системой, где успешнее всего функционируют венчурные фонды и фонды прямых инвестиций. В этих странах существующие законодательные и судебные системы хорошо обеспечивают защиту частной собственности, защиту прав инвесторов, гарантию исполнения контрактов и другие важные механизмы. Напротив, большинство исламских банков функционируют в развивающихся странах, где указанные элементы развиты слабо. Из рассмотренной выше экономической теории следует, что для достижения максимальной эффективности исламской банковской системы необходимо создание благоприятных условий для применения инструментов участия в капитале, что приведет к увеличению благосостояния всей экономики.

Исламские финансы в российском правовом поле

Практика функционирования исламских финансовых компаний в Российской Федерации имеет ряд особенностей, связанных с существующим регулированием финансовой системы страны. Согласно Федеральному закону от 02.12.1990 № 395-1 «О банках и банковской деятельности» (действующая редакция от 05.05.2014) в перечень разрешенных для банков операций не входят торговые операции по покупке-продаже реальных активов и хранение активов на балансе банка, а именно на таких операциях основываются инструменты исламского финансирования. Далее, согласно статье 29 упомянутого закона⁴², привлечение капитала банками может осуществляться только на ссудно-процентной основе. Более того, закон гарантирует возврат основной суммы депозита своим клиентам. Доходность клиентов-вкладчиков исламского банка напротив должна формироваться на основе принципа разделения прибыли и убытков с банком, что, в частности, подразумевает уменьшение основной суммы вклада в случае, если банк получил отрицательную прибыль. Кроме того, инструкции Банка России не предусматривают для банков использование привлеченных средств для участия в акционерном капитале вновь создаваемых компаний или учредительство новых компа-

⁴² Статья 29 ФЗ № 395-1 «Процентные ставки по кредитам, вкладам (депозитам) и комиссионное вознаграждение по операциям кредитной организации».

ний.⁴³ В то же время для использования инструментов исламского финансирования, основанных на разделении рисков между банком и его клиентом, в рамках российского правового поля, скорее всего, потребуется совместное участие сторон в акционерном капитале вновь создаваемой компании либо покупка банком доли существующей компании. Таким образом, существующее правовое регулирование банковской деятельности на текущий момент не позволяет банкам проводить исламские финансовые операции. То есть, для функционирования в рамках российского правового поля исламским финансовым компаниям необходимо иметь другую организационно-правовую форму.

Тем не менее, какую бы организационно-правовую форму ни имели исламские финансовые компании, в своей деятельности им необходимо проводить расчетно-кассовое обслуживание клиентов – принимать инвестиционные вклады, начислять на них доходность по результатам деятельности банка, открывать текущие счета клиентов для их финансирования и т.д. Кроме того, полноценный набор финансовых услуг подразумевает, что компании должны оказывать услуги по таким операциям, как переводы денежных средств, валютно-обменные операции, операции с пластиковыми картами. Фактически это означает, что для нормального функционирования исламская финансовая компания должна иметь собственный банк либо филиал банка⁴⁴ (в этом случае необходимо дополнительно обеспечить разделение средств филиала и основного банка), что сопряжено с большими трудностями.

Сложившаяся практика работы исламских финансовых компаний в Российской Федерации свидетельствует о том, что структура таких компаний является сложной и представляет собой объединение нескольких компаний, имеющих стандартную организационно-правовую форму и аффилированных между собой, так как ни одна организационно-правовая форма не позволяет компании проводить все исламские финансовые операции⁴⁵. Как правило, в число таких организационных форм входит отдель-

⁴³ Согласно ИНСТРУКЦИИ от 3 декабря 2012 г. N 139-И «ОБ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ НОРМАТИВАХ БАНКОВ» отношение суммарных вложений в капитал других компаний к собственному капиталу банка не может превышать 0.25.

⁴⁴ Также расчетно-кассовыми операциями в Российской Федерации помимо банков могут заниматься небанковские кредитные организации (НКО), однако перечень таких операций является ограниченным по сравнению с банками.

⁴⁵ Для подробного анализа российских организационно-правовых форм с точки зрения приемлемости для проведения исламских финансовых операций см., например, доклад Центра развития исламской экономики и финансов (ЦРИЭФ), 2014, <http://www.islameconomy.ru>.

ный филиал существующего банка для проведения расчетно-кассового обслуживания, как было упомянуто выше. Для привлечения вкладов обычно используются такие организационно-правовые формы как потребительское общество⁴⁶ и коммандитное товарищество (товарищество на вере)⁴⁷, которые позволяют компании трактовать вклады как инвестиционные и не гарантировать возврат основной суммы вклада. Далее, для проведения активных операций создаются несколько обществ с ограниченной ответственностью (торговая компания, лизинговая компания и др.).

Таким образом, можно отметить ряд препятствий, не позволяющих исламским финансовым компаниям функционировать в равных условиях с другими участниками финансовой системы. Во-первых, необходимость создания и соединения между собой нескольких различных организационно-правовых форм (создание группы компаний) создает существенные административные, налоговые и другие барьеры. Например, по результатам деятельности может случиться так, что одна из компаний группы получит отрицательную прибыль. Так как налог платится каждой компанией по отдельности, то в этом случае суммарный налог всей группы будет больше, чем он мог бы быть, если бы все операции выполнялись в рамках одной компании.

Во-вторых, необходимость проведения исламской финансовой компанией операций с реальными активами создает совершенно другие налоговые последствия по сравнению с соответствующими операциями традиционных финансовых компаний. Это связано с тем, что по существующему законодательству торговые операции облагаются налогом на добавленную стоимость в отличие от финансовых операций. Например, операция покупки товара и его перепродажи клиенту с наценкой в расрочку (инструмент исламской финансовой компании) подразумевает отчисление налога на добавленную стоимость (НДС) с дохода по этой операции, то есть с наценки. Если рассматривать аналогичную операцию обычного банка предоставления целевого кредита на покупку товара, то НДС с дохода банка по этой операции не платится.

⁴⁶ Потребительское общество действует на основании статьи 116 ГК РФ и закона РФ от 19.06.1992 № N 3085-1 «О потребительской кооперации (потребительских обществах, их союзах) в Российской Федерации». Данная правовая форма используется для привлечения вкладов, например, в исламской финансовой компании «Финансовый дом «Амаль», <http://amalfd.ru/>.

⁴⁷ Коммандитное товарищество действует на основании статей 82–86 ГК РФ. Например, по такой правовой форме организована исламская финансовая компания «ЛяРиба-Финанс», <http://www.lariba.ru/>.

В-третьих, существуют также отличия по налогу на прибыль по этим двум операциям между исламской финансовой компанией и традиционным банком. В случае продажи товара с наценкой в рассрочку налогооблагаемой базой для налога на прибыль становится вся сумма наценки с момента подписания договора купли-продажи, хотя эта наценка разделена между всеми ежемесячными платежами и будет полностью получена финансовой компанией только по истечении периода рассрочки. Напротив, для банка в налогооблагаемую базу при уплате налога на прибыль входит только та часть процентных платежей, которые фактически получены банком на момент уплаты налога. В целом, эти отличия в определении налогооблагаемой базой при уплате налога на прибыль вытекают из применения различных методов ведения бухгалтерского учета в хозяйственных (метод начисления) и финансовых организациях (кассовый метод)⁴⁸.

В-четвертых, в разных налоговых условиях находятся и вкладчики финансовой компании и банка. Согласно банковскому законодательству вкладчики банков платят налог только в том случае, если ставка по депозиту превышает 13% (ставка рефинансирования + 5%). В этом случае налог платится только с доходов, превышающих доходность 13%.⁴⁹ В отличие от этого, вкладчики финансовых компаний платят налог на доходы физических лиц (НДФЛ) в размере 13% независимо от величины полученной доходности. Это, естественно, приводит к удорожанию привлекаемых средств исламских финансовых компаний по сравнению с банками.

Говоря об отличиях в функционировании исламских и традиционных финансовых организаций, нельзя не упомянуть еще одну особенность исламских компаний. Все используемые инструменты в исламской финансовой компании должны получить одобрение шариатского совета, который проверяет соответствие этих инструментов принципам исламского финансирования. Для этого компании привлекают внешних шариатских советников и создают собственный шариатский совет, организовывая двухуровневую систему шариатского контроля: внешнего и внутреннего. В некоторых странах шариатский совет действует в структуре регулятора, который является

⁴⁸ ЦРИЭФ, 2014, <http://www.islameconomy.ru>.

⁴⁹ При этом ставка налога для вкладчиков банка равна 35%. Например, если ставка по депозиту равна 14% годовых, то налог вкладчика банка по истечении года будет равен: сумма вклада $\times (14\% - 13\%) \times 35\% =$ сумма вклада $\times 1\% \times 35\%$. Отсюда следует, что вкладчики банков находятся в более выгодных условиях, чем если бы они платили НДФЛ (13%) независимо от величины ставки депозита.

конечной инстанцией, определяющей соответствие того или иного продукта положениям шариата. В этом случае необходимость привлечения внешних шариатских советников для компаний отпадает.

Необходимость организации шариатского контроля естественно приводит к удорожанию исламских финансовых услуг по сравнению с традиционными. К другим «фундаментальным» факторам, увеличивающим издержки исламских финансовых компаний в Российской Федерации, можно также отнести: неразвитость исламской финансовой инфраструктуры⁵⁰, отсутствие программного обеспечения по финансовой отчетности, нехватка квалифицированного персонала, маленький масштаб отрасли. Эти препятствия для развития исламских финансов нельзя обойти путем либерализации отрасли, их влияние на стоимость исламских финансовых услуг будет уменьшаться постепенно, по мере развития отрасли и увеличения ее масштаба.

Учитывая все вышесказанное, можно резюмировать, что одним из возможных способов легализации отрасли исламских финансов в Российской Федерации является создание новой (или усовершенствование существующей) организационно-правовой формы, позволяющей в своих рамках выполнять все исламские финансовые операции, которые были бы эквиваленты с точки зрения налогового бремени аналогичным традиционным финансовым операциям. В перечень разрешенных операций такой организационно-правовой формы должны входить: расчетно-кассовые операции в широком смысле (расчетное обслуживание счетов, инкассация денежных средств и кассовое обслуживание, купля-продажа иностранной валюты, денежные переводы, операции с пластиковыми картами и т.д.), все виды исламских финансовых операций (основанные на долге, на аренде и на принципе разделения прибылей и убытков), операции по привлечению инвестиционных вкладов, позволяющих начислять доходность в зависимости от прибыли финансовой компании и не гарантировать возврат основной суммы вклада. Эквивалентность с точки зрения налогового бремени подразумевает, что налоговые последствия для каждой из трех групп исламских финансовых инструментов должны быть такими же, как для соответствующих (аналогичных

⁵⁰ Прежде всего, неразвитость исламских финансовых институтов и отсутствие исламского фондового рынка, что ведет к значительному сужению возможностей для инвестиций внутри страны, а значит и к избыточной ликвидности и повышению стоимости активов.

по экономическому содержанию и конечному результату для клиента) традиционных финансовых инструментов:

- 1) инструмент, основанный на долге, должен быть эквивалентен с точки зрения налогов операции предоставления кредита обычным банком;
- 2) инструмент, основанный на аренде, должен быть эквивалентен с точки зрения налогов операции финансового лизинга;
- 3) инструменты, основанные на принципе разделения прибыли и убытков, должны быть эквивалентны с точки зрения налогов операциям венчурных фондов и фондов прямых инвестиций.

При этом налоговая эквивалентность при проведении этих операций должна выполняться не только для самих финансовых компаний (исламской и традиционной), но и для их клиентов, которые являются потребителями указанных финансовых услуг⁵¹. Это в том числе означает, что для уравнивания стоимости привлекаемых средств двух типов финансовых организаций вкладчики исламской финансовой компании должны находиться в таких же налоговых условиях, как и вкладчики обычных банков.

Экономические эффекты от исламских финансов

Данный раздел посвящен обсуждению некоторых экономических последствий создания отрасли исламских финансов в экономике, где часть населения является религиозной. Предположим, что в такой экономике с традиционной финансовой системой начинают функционировать исламские финансовые компании, оказывающие широкий спектр исламских финансовых услуг. Из простой теоретической модели следует несколько интуитивно простых, но важных выводов.⁵²

Во-первых, в результате появления исламских финансовых компаний произойдет увеличение сбережений в экономике. При этом рост сбережений произойдет за счет роста сбережений как религиозной части населения, так и нерелигиозной ее ча-

⁵¹ Например, если клиент лизинговой компании вычитает лизинговые платежи из налогооблагаемой базы, то клиенту исламской финансовой компании также предоставляется возможность уменьшать налогооблагаемую базу на величину арендных платежей при использовании арендной операции.

⁵² Обсуждаемые в данном разделе эффекты можно математически строго вывести при помощи теоретической модели. Упрощенный вариант такой модели см.: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2512144.

сти. Для религиозных потребителей появление исламских финансовых компаний означает, что им становятся доступны финансовые услуги, позволяющие делать сбережения. В результате рационального выбора между потреблением и сбережением, сбережения религиозных потребителей растут. Для нерелигиозных потребителей появление исламских банков приводит к тому, что корзина доступных инструментов сбережения становится более разнообразной. Это позволяет им лучше диверсифицировать портфель сбережений (сберегать становится более выгодно) и соответственно приводит к его увеличению.

Во-вторых, из задачи максимизации полезности потребителей следует, что при наличии более разнообразной корзины финансовых услуг растет полезность населения за счет увеличения множества межвременного выбора. После возникновения новых финансовых инструментов религиозным и нерелигиозным потребителям становится выгодно перенести часть потребления на будущие периоды. Таким образом, при появлении исламских банков благосостояние обеих групп потребителей растет.

В-третьих, рост сбережений в экономике приведет к росту инвестиций, а соответственно, и выпуска. При этом в результате появления исламских финансовых услуг произойдет долгосрочное увеличение сбережений, что может быть интерпретировано как увеличение нормы сбережений в экономике, которое в свою очередь приведет к долгосрочному росту инвестиций и выпуска. В терминах модели Солоу это означает, что в результате роста нормы сбережений экономика выйдет на новую траекторию роста, на которой в каждый момент времени выпуск больше по сравнению с траекторией, соответствующей первоначальной норме сбережений. Если же говорить в терминах моделей эндогенного роста, то увеличение нормы сбережений в экономике должно привести не только к переходу на новую траекторию роста экономики, но и к увеличению темпов ее роста.

В-четвертых, возникновение рынка исламских финансов приведет к росту инвестиций за счет не только внутренних сбережений, но и инвестиций иностранных инвесторов в отечественную экономику. При этом иностранные инвестиции могут вырасти за счет не только религиозных, но и нерелигиозных инвесторов. В подтверждение этого аргумента можно привести статистику привлечения иностранных инвестиций в исламские финансовые продукты различными странами путем либерализации отрасли. Например, в сентябре 2014 года правительство Гонконга выпустило су-

веренный сукук с высшим кредитным рейтингом (AAA) сроком на 5 лет и объемом в 1 млрд. долл., чему предшествовало изменение фискального законодательства страны в июле 2013 года во избежание двойного налогообложения в исламских операциях. Доходность по этим сукук всего на 23 базисных пункта превысила доходность 5-летних долговых обязательств США, что является минимальной премией за риск за всю историю выпуска ценных бумаг в Азии, за исключением Японии. Ценные бумаги были выкуплены более чем 120 мировыми институциональными инвесторами, 47% которых расположены в Азии, 36% – на Ближнем Востоке, 11% – в США и 6% – в Европе. При этом спрос превысил предложение почти в 5 раз⁵³.

Также в сентябре 2014 года эмират Шарджа (ОАЭ) привлек 750 млн. долл. путем выпуска суверенного сукук сроком на 10 лет, который был переподписан в 10 раз. Половина выпущенных бумаг была приобретена инвесторами с Ближнего Востока, 20% – из Британии, 11% – из прочих стран Европы, 14% – из Азии⁵⁴. В июне 2014 года правительство Великобритании произвело эмиссию сукук сроком на 5 лет и объемом в 200 млн. фунтов стерлингов (с рейтингом AAA), доходность по которым равнялась доходности (традиционных) 5-летних долговых обязательств этой страны. Спрос со стороны инвесторов, треть из которых были из Великобритании, а остальная часть с Ближнего Востока и из Азии, также превысил предложение в 10 раз⁵⁵. Помимо этих стран суверенный сукук в 2014 году выпустили правительства Малайзии (2,6 млрд. долл.), Индонезии (1,5 млрд. долл., переподписан в 6 раз), ЮАР (500 млн. долл., переподписан в 4 раза), Пакистана (2 млрд. долл., переподписан в 3,5 раза) и Люксембурга (200 млн. евро, переподписан в 2 раза).

В целом за последние 3 года было выпущено сукук (суверенных и частных) на общую сумму около 350 млрд. долл. по всему миру, включая многие развитые страны Запада, причем в течение этого времени общий годовой спрос на сукук превышал их суммарное годовое предложение почти в 2 раза. Большая часть инвесторов расположена в странах Ближнего Востока и Азии, оставшаяся часть приходится на США, Европу и другие страны. Согласно опросу компании Thomson Reuters Zawya, главной причиной инвестирования в сукук для более половины инвесторов (54%) являются их

⁵³ <http://www.bloomberg.com/news/2014-09-10/hong-kong-raises-1-billion-in-debut-islamic-bond-issue.html>

⁵⁴ http://www.zawya.com/story/Government_of_sharjah_issues_debut_10year_sukuk-ZAWYA20140910141859

⁵⁵ <http://www.ft.com/cms/s/0/7c89467e-fc4e-11e3-98b8-00144feab7de.html#axzz3Emf3jXyl>

религиозные предпочтения, для остальных – привлекательная доходность, диверсификация портфеля и другие экономические стимулы⁵⁶. Все это говорит в пользу того, что развитие рынка исламских финансов приведет к увеличению иностранных инвестиций, причем за счет как религиозных, так и нерелигиозных инвесторов.

Заключение

Сегодня исламская финансовая отрасль находится пока на начальном этапе своего развития, однако, несмотря на это она уже представлена во многих странах и предлагает широкий спектр финансовых продуктов для долгового и акционерного финансирования компаний, финансирования частных и государственных проектов, финансирования физических лиц. Все эти продукты, структурированные в соответствии с религиозными принципами, адаптированы под юрисдикцию той страны, где они предоставляются. Если говорить более точно, то финансовое законодательство той или иной страны, заинтересованной в развитии данной отрасли, меняется (дополняется) таким образом, чтобы в его рамках возможно было создавать исламские финансовые продукты. Как правило, без изменения финансового законодательства такая имплементация сопряжена с большими трудностями, так как исламские финансовые инструменты основываются на операциях с реальными активами и поэтому обычно не могут быть интерпретированы как финансовые операции, с вытекающими отсюда налоговыми и другими последствиями.

Развития отрасли исламских финансов является одним из направлений развития финансовой системы в целом, так как способствует появлению новых финансовых инструментов, увеличению конкуренции и, как следствие, более эффективному распределению капитала в экономике. Поэтому не удивительно, что за последние 30 лет развитие данной отрасли в той или иной степени затронуло многие страны мира. Тем не менее основные факторы развития отрасли исламских финансов зависят от специфики конкретной страны. В странах Ближнего Востока и других странах с преобладанием мусульманского населения основной движущей силой является спрос со стороны религиозного населения, которое ограничено в потреблении традиционных

⁵⁶ Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014. Thomson Reuters Zawya, 2014.

финансовых услуг. Для других стран, таких как Великобритания, Франция, Германия, США, одной из основных причин становления данной отрасли является интерес к инвестициям из нефтяных арабских стран.

Развитие исламских финансов в Российской Федерации происходит очень слабыми темпами – исламские финансы в стране представлены лишь небольшим количеством региональных компаний, деятельность которых в настоящий момент никак не регулируется надзорными финансовыми органами. В то же время регулирование и развитие отрасли исламских финансов в Российской Федерации, на наш взгляд, является важной задачей. Из простой теоретической модели следует, что развитие отрасли исламских финансов в Российской Федерации приведет к увеличению благосостояния всей экономики в целом, в том числе и благосостояния мусульманской и немусульманской частей населения по отдельности. Появление новых игроков и новых услуг на финансовом рынке, с одной стороны, приведет к росту сбережений в экономике за счет той части населения, которая склонна к сбережениям, а с другой стороны – увеличит инвестиции в экономику за счет населения, склонного к предпринимательству. При этом рост инвестиций произойдет за счет как внутренних сбережений, так и инвестиций иностранных инвесторов.

Отдельного исследования заслуживает вопрос о том, каким образом необходимо проводить экономическую политику по развитию отрасли исламских финансов и из каких шагов она должна состоять. Исходя из опыта многих стран, можно сказать, что она должна способствовать созданию экономической инфраструктуры, позволяющей субъектам данной отрасли функционировать в равных условиях с другими субъектами финансовой системы с точки зрения финансовых, налоговых и административных аспектов. Одним из возможных способов решения этой задачи является создание новой организационно-правовой формы, позволяющей в своих рамках выполнять все исламские финансовые операции, которые были бы эквиваленты с точки зрения налогового бремени соответствующим традиционным финансовым операциям.

Использование подобного подхода при либерализации отрасли исламских финансов, когда во внимание принимается прежде всего экономическое содержание, а не форма операции, и осуществление соответствующего налогообложения, было реализовано во многих странах мира. При проведении политики по развитию отрасли

исламских финансов в Российской Федерации весьма целесообразно изучение опыта таких стран, в частности, международного опыта по регулированию исламских финансовых компаний со стороны надзорных финансовых органов. Вопросы же о том, какие конкретно меры необходимо принимать по развитию отрасли исламских финансов и каким должно быть регулирование субъектов данной отрасли, в данной статье подробно не изучались и могут стать объектом дальнейших исследований.

Список использованных источников и литературы

1. Абрамов А., Радыгин А. (2007). Финансовый рынок России в условиях государственного капитализма // Вопросы экономики. № 6. С. 28–44. [Abramov A., Radygin A. (2007). Russian financial market under state capitalism. *Voprosy Ekonomiki*, No. 6, pp. 28–44. (In Russian).]
2. Абрамов А., Радыгин А., Чернова М. (2014). Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность // Вопросы экономики. № 2. С. 33–49. [Abramov A., Radygin A., Chernova M. (2014). Financial markets regulation: Models, evolution, efficiency. *Voprosy Ekonomiki*, No. 2, pp. 33–49. (In Russian).]
3. Азарян В. (2012). Перспективы и тенденции исламской финансовой системы // Научное обозрение. Серия 1. Экономика и право. № 3–4. С. 187–191. [Azaryan V. K. (2012). Prospects and trends of Islamic finance model. *Nauchnoe obozrenie. Seriya 1. Ekonomika i pravo*, No. 3–4, pp. 187–191. (In Russian).]
4. Бакир ас-Садр М. (2012). Наша экономика // Науч. ред. Беккин Р.И. – М.. [Baqir as-Sadr M. (2012). Our economics. ed. Bekkin R. I. Moscow. (In Russian).]
5. Беккин Р. (2004). Особенности исламского страхования // Проблемы современной экономики. № 1/2 (9/10). С. 200–201. [Bekkin R. I. (2004). The features of Islamic insurance. *Problems of Modern Economics*, No. 1/2 (9/10), pp. 200–201. (In Russian).]
6. Беккин Р. (2006). Особенности функционирования исламских финансовых институтов: российский опыт // Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 8: Менеджмент. Вып. 2. С. 168–192. [Bekkin R. I. (2006). Islamic financial institutions in Russia: Basic features and current practice. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Ser. 8: Menedzhment*, No. 2, pp. 168–192. (In Russian).]
7. Беккин Р. (2007). Исламская экономика: между капитализмом и социализмом // Вопросы экономики. № 10. С. 147–155. [Bekkin R.I. (2007). Islamic economy: Between capitalism and socialism. *Voprosy Ekonomiki*, No. 10, pp. 147–155. (In Russian).]
8. Зубарев А.В. (2012). Факторы устойчивости российских банков во время кризиса 2008–2009 годов // Экономическая политика. №. 4. С. 126–142. [Zubarev A.V. Stability factors of Russian banks during the crisis of 2008–2009. *Ekonomicheskaya politika*,– No. 4, pp.126–142. (In Russian).]
9. Радыгин А., Энтов Р. (2005). Институциональные компоненты экономического роста // Вопросы экономики. № 11. С. 14–38. [Radygin A., Entov R. (2005). Institutional components of economic growth. *Voprosy Ekonomiki*, No. 11, pp. 14–38. (In Russian).]
10. Трунин П., Каменских М., Муфтяхетдинова М. (2009). Исламская финансовая система: современное состояние и перспективы развития // Научные труды ИЭПП. № 122. С. 1–84. [Trunin P. V., Kamenskikh M. V., Muftiahetdinova M. R. Islamic banking system: Present state and prospects for development. *Nauchnye trudy IEPP*, No. 122, pp. 1–84. (In Russian).]
11. Яндиев М. (2011). Актуальные проблемы формирования исламской финансовой системы: на стыке философии и практики // Рынок ценных бумаг. № 9. С. 54–57. [Jandiev M. (2011). Current problems of the Islamic financial system foundation: Philosophy and practice. *Rynok tsennykh bumag*, No. 9, pp. 54–57. (In Russian).]

12. Abedifar, P., Molyneux, P., & Tarazi, A. (2013). Risk in Islamic banking. *Review of Finance*, 17(6), pp. 2035–2096.
13. Aggarwal, R. K., Yousef, T. (2000). Islamic banks and investment financing. *Journal of money, credit and banking*, pp. 93–120.
14. Ainley M., Mashayekhi, A., Hicks, R., Rahman, A., Ravalia, A. (2007). Islamic finance in the UK: regulation and challenges (Vol. 9). London: Financial Services Authority.
15. Al-Saati, A. R. (2003). The permissible Gharar (risk) in classical Islamic jurisprudence. *Islamic Economics*, No. 16(2), pp. 3–19.
16. Al-Suwailim, (2000). Towards an objective measure of gharar in exchange. *Islamic Economic Studies*, Vol. 7, No. 1–2, pp. 61–102.
17. Ayub, M. (2009). *Understanding Islamic Finance* (Vol. 462). John Wiley & Sons.
18. Bencivenga, V.R., B.D. Smith, (1991). Financial intermediation and endogenous growth. *Review of Economic Studies*, LVIII, pp. 195–209.
19. Boot, A., Thakor, A. (1993). Security design. *Journal of Finance*, No. 48, pp. 1349–1378.
20. Boulakia, Jean David C. (1971). Ibn Khaldun: A fourteenth century economist. *Journal of Political Economy*, No. 79(5), pp. 1105–1118.
21. Chapra, M. U. (1996). *What is Islamic economics?* (Vol. 9). Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute.
22. Chapra, M. U. (2000). *The future of economics: An Islamic perspective*. The Islamic Foundation, Leicester.
23. Chong, B.S., Liu, M.H. (2009). Islamic banking: Interest-free or interest-based?. *Journal of Pacific-Basin Finance*, No. 17, pp. 125–144.
24. Cihak, M., Hesse, H. (2010). Islamic banks and financial stability: an empirical analysis. *Journal of Financial Services Research* No. 38, pp. 95–113.
25. Daniel, K., Titman, S. (1995). Financing investment under asymmetric information. *Handbooks in operations research and management science*, No. 9, pp. 721–766.
26. DeMarzo, P., Duffie, D. (1999). A liquidity-based model of security design. *Econometrica*, No. 67, pp. 65–99.
27. Dr. al-Siddiq Muhammad al-Amin al-Darir. (2004). The amount of gharar that prevents transactions from being valid. *Proceedings of the 4-th conference of the Sharah Boards of Islamic financial institutions*. Kingdom of Bahrain.
28. El-Gamal, Mahmoud Amin. (2001). An economic explication of the prohibition of gharar in classical Islamic jurisprudence. *Islamic Economic Studies*, No. 8(2), pp. 29–58.
29. Errico, L., Farrahbaksh, M. (1998). Islamic banking: issues in prudential regulation and supervision.. *IMF Working Paper*, No. 98/30.
30. Fulghieri, P., Lukin, D. (2001). Information production, dilution costs, and optimal security design. *Journal of Financial Economics*, No. 61(1), pp. 3–42.

31. Gertler, M., A. Rose. (1991). Finance, growth, and public policy. *World Bank Working Paper*, No. 814, Washington D.C.
32. Goldsmith, R.W. (1969). *Financial structure and development*. Yale University Press, New Haven, CT.
33. Greenwood, J., B. Jovanovic, (1990). Financial development, growth, and the distribution of income. *Journal of Political Economy*, XCVIII, pp. 1076–1107.
34. Hassan, M., Dridi, J. (2010) The effects of the global crisis on Islamic and conventional banks: A comparative study. *IMF Working Paper*, No. 10/201, Washington D.C.
35. Johnes, J., Izzeldin, M., & Pappas, V. (2013). A comparison of performance of Islamic and conventional banks 2004–2009. *Journal of Economic Behavior & Organization*, No. 103, pp. 93–107.
36. Kahf, M., Khan, T. (1992). Principles of Islamic financing. *Islamic Research and Training Institute, IDB, Research Paper*, No. 16,.
37. Kalay, A., Zender, J. (1997). Bankruptcy, warrants, and state-contingent changes in the ownership of control. *Journal of Financial Intermediation*, No. 6, pp. 347–379.
38. Khan, T., Ahmed, H. (2001). Risk management: an analysis of issues in Islamic financial industry. *Islamic Development Bank, Occasional Paper*, No. 5, Jeddah.
39. King, R.G., R. Levine, (1993a). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, CVIII, pp. 717–738.
40. King, R.G., R. Levine, (1993b). Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, No. 3. pp. 513–542.
41. Kuran, T. (1995). Islamic economics and the Islamic subeconomy. *The Journal of Economic Perspectives*, pp. 155–173.
42. Levine, R., (1991). Stock markets, growth, and tax policy. *Journal of Finance*, XLVI, pp. 1445–1465.
43. MacKie-Mason, J.K. (1990). Do firms care who provides their financing? In: Hubbard, G. (ed.). *Asymmetric information, corporate, finance, and investment*. University of Chicago Press, pp. 63–103.
44. McKinnon, R.I. (1973). *Money and capital in economic development*. Brookings Institution, Washington D.C.
45. Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, No. 39, pp. 575–592.
46. Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, No. 13, pp. 187–221.
47. Obaidullah, M. (2005). Islamic financial services. *Islamic Economics Research Center, King Abdulaziz University, Jeddah, Saudi Arabia*.
48. Opler, T., Titman, S. (1996). The debt–equity choice. Unpublished working paper. University of Texas, Austin.

49. Pagano, M., (1993). Financial markets and growth: An overview. *European Economic Review*, No. 37, pp. 613–622.
50. Qadeeruddin, A. (1995). What is Riba. *Journal of Islamic Banking and Finance*, No. 7(49).
51. Rajan, R.G., Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, No. 88, pp. 559–586.
52. Robinson, J. (1952). *The generalization of the general theory. The rate of interest and other essays*. Macmillan, London.
53. Roubini, N. and X. Sala-i-Martin, (1992). Financial repression and economic growth. *Journal of Development Economics*, XXXIX, pp. 5–50.
54. Shaw, E.S. (1973). *Financial deepening in economic development*. Oxford University Press, New York.
55. Shyam-Sunder, L., Myers, S.C. (1999). Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, No. 51, pp. 219–244.
56. Sundararajan, V. and Errico, L. (2002). Islamic financial institutions and products in the global financial system: key issues in risk management and challenges ahead. *IMF Working Paper*, No. WP/02/192, Washington, DC.
57. Usmani, M. T. (2002). *An introduction to Islamic finance* (Vol. 20). Brill.
58. Weill, L. (2011) Do Islamic banks have greater market power?. *Comparative Economic Studies*, No. 53, pp. 291–306.
59. Yudistra, D. (2004). Efficiency in Islamic banking: an empirical analysis of eighteen banks. *Islamic Economic Studies*, No. 12, pp. 1–19.
60. Zaher T. S., Kabir Hassan M. (2001). A comparative literature survey of Islamic finance and banking. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 10. No. 4. pp. 155–199.