

Б. Чокаев

Исламские финансы: возможности для российской экономики*

Статья посвящена перспективам развития финансовой системы России, связанным с появлением отрасли исламских финансов в стране. Описаны особенности исламских финансов, рассмотрены основные препятствия для функционирования исламских финансовых компаний в российском правовом поле. Проанализированы 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.

JEL: E210, G210, G240.

Отрасль исламских финансов — одна из самых быстрорастущих в мире: за последние десять лет с годовым темпом роста активов 15–20%. В силу своей молодости этот сектор остается относительно небольшим: по оценкам мировых консалтинговых компаний, объем исламских финансовых активов в 2013 г. составил около 1,7 трлн долл.¹ и уже в 2014 г. должен был перейти рубеж 2 трлн долл.² Значительная доля мусульманского населения в мире³ позволяет говорить о большом потенциале роста исламских финансовых активов в будущем. Исламский финансовый сектор показал более быстрый рост после мирового кризиса 2008 г. по сравнению с традиционным (Hassan,

Чокаев Бекхан Вахаевич (chokaev@ganepa.ru), к. ф.-м. н., заместитель заведующего Международной лабораторией эмпирических исследований инвестиций и финансовых рынков Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ; старший научный сотрудник Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара (Москва).

* Автор выражает благодарность А. Симонову, Б. Мулюкову, Е. Горбатикову и И. Исхакову за ценные комментарии и рекомендации при подготовке статьи.

¹ Для сравнения: суммарные активы 20 крупнейших банков мира в 2013 г. составили около 44 трлн долл.

² Ernst & Young. World Islamic Banking Competitiveness Report, 2014–15.

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

Dridi, 2010), получив развитие во многих странах за пределами исламского мира. В настоящее время либерализация рынка исламских финансов в различной степени⁴ 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 г. с целью изучить препятствия для развития отрасли в стране, были внесены изменения в финансовое законодательство⁵, позволяющие избежать двойного налогообложения в исламских ипотечных операциях (Ainley et al., 2007). Позднее в законодательство вносились поправки, легализующие другие исламские финансовые инструменты и создающие для них такие же налоговые условия, как для аналогичных традиционных инструментов⁶. Все эти шаги позволили Великобритании стать одним из главных исламских финансовых центров, по крайней мере, среди стран Запада. В настоящее время в этой стране действует более 20 банков (6 из которых полноценные исламские банки) с объемом исламских финансовых активов 19 млрд долл., а на Лондонской фондовой бирже проведено 50 размещений исламских инвестиционных ценных бумаг на общую сумму 35 млрд долл.⁷

Развитие исламских финансов происходило и в некоторых странах постсоветского пространства. Правительства Казахстана и Киргизии, видя перспективы этого финансового сегмента, адаптировали законодательство под требования исламских финансов. В результате были учреждены полноценные исламские банки: филиал эмиратского банка «Аль-Хияль» в Астане и «ЭкоИсламик Банк» в Бишкеке. В Азербайджане в настоящее время завершается разработка 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 становится спрос со стороны религиозного населения, то в западных и других странах с небольшой долей мусульман одной из основных причин их развития выступает интерес к инвестициям из стран Ближнего Востока (см., например: Трунин и др., 2009).

В Российской Федерации исламские финансы развиты значительно меньше, чем в упомянутых выше странах. В то же время регулирование и развитие отрасли исламских финансов в Российской Федерации очень важно. С одной стороны, наличие в стране значительной доли мусульман, которые отказываются от традиционных финансовых услуг из-за своих религиозных принципов, создает необходимость предоставить этой части населения страны альтернативные финансовые услуги. В свою очередь, многочисленное мусульманское население способно обеспечить необходимый спрос для развития отрасли. С другой стороны, сложившееся текущее состояние экономики страны с минималь-

⁴ Начиная от внедрения исламских индексов ценных бумаг и заканчивая поправками в законодательство и изданием соответствующих законодательных актов по регулированию этой отрасли.

⁵ Finance Act, 2003. <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2003/14/contents>.

⁶ Finance Act, 2005; 2006; 2007. <http://www.legislation.gov.uk/ukpga>.

⁷ UK Excellence in Islamic Finance, 2014. https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/367154/UKTI_UK_Excellence_in_Islamic_Finance_Reprint_2014_Spread.pdf.

ными темпами роста ВВП, а также внешнеэкономическая ситуация, связанная с оттоком капитала с российских рынков⁸, 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 из способов улучшения существующей экономической ситуации. В связи с последними событиями, которые напрямую отразились на экономических отношениях между Россией и странами Запада, данный вопрос особенно актуален. Поэтому все чаще появляются инициативы по развитию исламских финансов как способа привлечения иностранного капитала на российские рынки⁹.

Отметим, что развитие исламских финансов способствует развитию финансовой системы страны в целом. Это не только открывает новым экономическим агентам доступ к финансовому рынку, но и приводит к переключению части агентов с традиционных финансовых услуг на исламские из-за расширения ассортимента финансовых услуг. В совокупности это способствует 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»¹⁰.

Развитость финансового сектора положительно влияет на экономический рост, что отмечалось еще в исследованиях 1950—1970-х годов (Robinson, 1952; Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; Shaw, 1973). Изучение этой зависимости было продолжено и в относительно недавних исследованиях. Если эмпирические работы, основанные на межстрановом анализе, были посвящены преимущественно выявлению положительной корреляции между развитостью финансовой системы и экономическим ростом (Gertler, Rose, 1991; King, Levine, 1993a, 1993b; Roubini, Sala-i-Martin, 1992), то в теоретических работах были предложены конкретные механизмы влияния первого показателя на

⁸ 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%. По данным ЦБ РФ, чистый вывоз капитала частным сектором в 2013 г. составил 61 млрд, в 2014 г. — более 150 млрд долл.

⁹ В июне 2014 г. член комитета Совета Федерации по бюджету и финансовым рынкам С. 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. В июле 2014 г. ЦБ РФ обращался с запросом «Об исламских принципах финансирования» в Ассоциацию российских банков с целью провести экспертизу действующего регулирования в части выявления положений, которые можно отнести к ограничивающим развитие исламского финансового сектора. В октябре 2014 г. в Совете Федерации создана рабочая группа под руководством заместителя председателя И. Умаханова для изучения возможностей развития исламского финансирования в России. В марте 2015 г. заместитель председателя комитета Госдумы по финансовому рынку Д. Савельев внес в Думу законопроект «О внесении изменений в статью 5 ФЗ „О банках и банковской деятельности“», устраняющий первый барьер на пути внедрения инструментов исламского банкинга в России.

¹⁰ Письмо Ассоциации российских банков Банку России от 08.08.2014 г. «Об исламских принципах финансирования».

второй (см., например: Bencivenga, Smith, 1991; Greenwood, Jovanovic, 1990; Levine, 1991; Pagano, 1993; Rajan, Zingales, 1998). Согласно этим исследованиям, развитые финансовые рынки выполняют несколько важных функций: 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 за счет инвестирования в несколько проектов. Кроме того, от развитости финансовой системы зависит интенсивность исследований и конструкторских разработок, масштабы инновационной активности предпринимателей, что непосредственно влияет на совокупную факторную производительность (King, Levine, 1993b). Все это, безусловно, отражается на темпах экономического роста.

Проблемам развития финансовой системы Российской Федерации посвящен ряд исследований российских авторов (Радыгин, Энтов, 2005; Абрамов, Радыгин, 2007; Зубарев, 2012). Абрамов с соавторами исследуют связь между типом модели государственного регулирования финансового сектора и «глубиной» развития финансовой системы в различных странах. Авторы приходят к выводу, что в условиях максимальной консолидации регулирования и надзора в рамках мегарегулятора на базе Банка России формируются 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» (Абрамов и др., 2014. С. 46–47).

Возможности становления исламских финансов в Российской Федерации и особенности функционирования исламских финансовых институтов рассматривались в отечественной литературе (Беккин, 2006; Трунин и др., 2009; Яндиев, 2011; Азарян, 2012). Например, в работе Трунина с соавторами (2009) дан краткий обзор исторического развития отрасли исламских финансов в мире, приведен подробный анализ существующих инструментов исламских финансовых институтов (банков, страховых компаний, взаимных фондов и т. д.), изучен опыт государственного регулирования данной отрасли в различных странах. Авторы приходят к выводу, что перед принятием решения о стимулировании развития исламских финансов в России необходимо продумать все возможные последствия данного шага.

Данная статья посвящена обсуждению экономических последствий либерализации отрасли исламских финансов в Российской Федерации. Под *либерализацией* понимается экономическая политика, направленная на создание инфраструктуры, которая позволяет субъектам данной отрасли функционировать в равных условиях с другими субъектами финансовой системы с точки зрения финансовых, налоговых и административных аспектов. Такая политика может включать 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 органов¹¹; заключение международных налоговых соглашений со странами Ближнего Востока и другими странами, для которых инвестирование в данную отрасль может представлять интерес, и т. д.

Появление в России исламских финансовых компаний, предоставляющих широкий спектр услуг, аналогичный спектру традиционных финансовых услуг, но удовлетворяющий определенным религиозным требованиям, приведет к увеличению благосостояния во всей экономике, в том числе мусульманской и немусульманской частей населения. Увеличение благосостояния мусульманской части населения (а также другого населения, для которого допустимы принципы исламского, но не допустимы принципы традиционного 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. Эти люди могут разнообразить свою потребительскую корзину финансовых услуг. Отсюда следует, что рост потребления населением финансовых услуг приведет, с одной стороны, к росту сбережений в экономике за счет части населения, которая склонна к сбережениям, а с другой — к росту инвестиций за счет части населения, склонной к предпринимательству. В результате развитие исламских финансов приведет к росту сбережений и инвестиций в экономике, что станет фактором роста экономики в целом¹².

Особенности исламских финансов

Взаимоотношения между людьми, в том числе экономические, в исламе регулируются разделом шариата, который называется Фикх аль-Муамалят. Одно из основополагающих правил этого раздела — все, что не запрещено, разрешено. Поэтому, чтобы следовать требованиям Фикха аль-Муамалят, необходимо знать правила, запрещающие те или иные виды взаимоотношений. Одно из таких правил налагает запрет на любой вид взаимоотношений между людьми, в котором (в частности¹³)

¹¹ Пруденциальный надзор и надзор за предпринимательской деятельностью.

¹² 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. Поэтому мы не исследуем эффекты, возникающие в исламской финансовой системе и тем более в исламской экономике, которая по своим базовым принципам существенно отличается от капиталистической экономики. Подробнее об основах исламской финансовой системы и исламской экономике см., например: Boulakia, 1971; Chapra, 1996, 2000; Ayub, 2009; Бакир ас-Садр, 2012; Беккин, 2007.

¹³ Другой элемент, который оговаривается в данном правиле, — это нанесение вреда одной из сторон без ее согласия (элемент несправедливости).

присутствует хотя бы один из следующих элементов: ростовщичество, излишняя неопределенность, азартная игра (Ayub, 2009).

Понятие ростовщичества относится к числу самых изученных в исследованиях исламских теологов (Qadeeruddin, 1995; Ayub, 2009). Тем не менее, 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*. Например, стандартные банковские операции предоставления кредита и привлечения депозита содержат элемент ростовщичества, так как доходность (ставка процента) по этим операциям гарантирована, и поэтому операции запрещены.

Точно определить понятие излишней неопределенности сложно, оно включает множество аспектов, поэтому здесь мы ограничимся его частным определением, основанным на двух примерах¹⁴. Во-первых, любой контракт по купле-продаже товара (услуги) запрещен, 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 контракта сторонами, должен быть определен и не зависеть от случайностей. Например, договор традиционного страхования запрещен, 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 запрещен, если в результате его подписания возникают долговые обязательства двух или более сторон одновременно друг перед другом (Obaidullah, 2005). Под этот запрет подпадают традиционные фьючерсные и форвардные контракты, опционы и другие производные инструменты.

Под азартной игрой понимается любая игра с нулевой суммой, в которой выигрыши между участниками (включая организатора игры) распределяются в зависимости от исхода случайных событий (Al-Suwailim, 2000). Все виды современных азартных игр и большинство лотерей запрещены. Соответственно любые финансовые инструменты, выплаты по которым основаны на лотерее или зависят от случайных событий, не соответствуют принципам исламских финансов.

Из этого краткого обзора некоторых основ шариата, касающихся экономических взаимоотношений между людьми, следует, что основные инструменты традиционной финансовой системы являются недозволенными для населения, 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.

¹⁴ Подробнее о понятии излишней неопределенности см., например: El-Gamal, 2001; Al-Saati, 2003; Dr. al-Siddiq, 2004.

Все инструменты исламского финансирования¹⁵ можно разделить на *три группы* в зависимости от базового принципа, лежащего в их основе (Kahf, Khan, 1992; Zaher, Nassan, 2001): долга, аренды, разделения прибыли и убытков.

К первой группе относятся такие финансовые операции, когда 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. В таких операциях не могут возникать долговые обязательства обеих сторон друг перед другом¹⁶. 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 (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 стоимости¹⁷, 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 запрещена.

Во вторую группу исламских финансовых операций входят операции, которые основаны 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 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 основан инструмент, и, таким образом, имеет права на арендные платежи и несет риски владения (Usmani, 2002).

¹⁵ В данной работе не рассматривается понятие исламского страхования, которое в литературе обычно включается в перечень исламских финансовых инструментов. Если говорить кратко, то принцип работы исламской страховой компании напоминает принцип работы фондов взаимного страхования, когда страхователи являются владельцами страхового фонда. Подробнее см., например: Беккин, 2004.

¹⁶ Одновременные двусторонние долговые обязательства запрещены из-за возникновения элемента излишней неопределенности.

¹⁷ Даже при выполнении этого условия покупка или продажа долгового инструмента может быть произведена только с разрешения дебитора (Ayub, 2009).

В основе финансовых инструментов третьей группы лежит принцип разделения прибыли 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 оговоренной пропорции. По окончании периода сделки оборудование продается, и его стоимость возвращается финансовой компании (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 предоставляющие финансирование. Главное условие заключения таких соглашений: разделение убытков между сторонами в строгом соответствии с их долей в общей сумме финансирования. При этом прибыль может распределяться между сторонами в любой (заранее оговоренной) пропорции¹⁸. Финансовые инструменты, основанные на таких операциях, могут свободно торговаться на вторичном рынке. Доход по ним формируется за счет *доли в прибыли* и, следовательно, *не фиксирован*.

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 оговоренной пропорции. Если по итогам своей деятельности компания заработала прибыль, то вкладчики получают долю от нее сверх основной суммы вклада. Если же компания понесла убытки, то их часть ложится на вкладчиков (доля определяется как соотношение собственного капитала компании и привлеченных средств). 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, полученной от этого актива на протяжении некоторого перио-

¹⁸ С одним ограничением: если сторона, предоставляющая финансирование, не участвует в деятельности, на которую направлено соглашение, то ее доля в прибыли не может быть больше ее доли в общем финансировании.

да, 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 будут держатели сукук, а в конце этого срока оборудование распродается (или выкупается фирмой/финансовой компанией), и сукук погашаются. На практике выпуск сукук используется во многих странах для финансирования крупных государственных или частных проектов. В настоящее время объем мирового рынка сукук оценивается примерно в 250 млрд долл.¹⁹

Практика исламских финансовых компаний

Из анализа, представленного выше, можно сделать вывод, что все исламские финансы должны основываться на операциях с реальными активами. Финансовая компания не может предоставить денежные средства, 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 финансирование предоставляется на осуществление производственной деятельности, то финансовая компания должна принимать на себя возможный риск убытков от этой деятельности. 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, основанные на операциях с реальными активами, более сложные, чем традиционные инструменты (которые представляют собой операции с ликвидностью), операционный риск исламских банков²⁰ требует особого регулирования со стороны надзорных органов (Egicco, Farahbakhsh, 1998). Во-вторых, роль рыночного риска возрастает для исламского банка по сравнению с традиционным из-за возможного изменения рыночной стоимости реальных активов. В-третьих, поскольку доходность для вкладчиков исламских банков (в отличие от обычных банков) зависит от прибыли банка, то для защиты их прав и уменьшения риска недобросовестного поведения к исламским банкам должны предъявляться более жесткие требования по уровню достаточности собственного капитала, прозрачности

¹⁹ Thomson Reuters Zawya. Sukuk Perceptions and Forecast Study, 2014.

²⁰ В данной работе понятия «исламский банк» и «исламская финансовая компания» используются как синонимы.

деятельности и раскрытию информации (Sundararajan, Errico, 2002). В-четвертых, разделение исламскими банками прибыли со своими вкладчиками может приводить к риску потерь последних вследствие низкой прибыльности банка (Khan, Ahmed, 2001). Но вкладчики исламского банка не могут забрать свои деньги из банка до истечения срока, указанного в договоре (в традиционном банке вкладчик в любое время может потребовать депозит), что упрощает управление риском ликвидности для исламского банка²¹. В целом 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 важная 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 различаться: для более перспективных проектов, при прочих равных, будет использоваться капитал меньшей стоимости. Если существует асимметрия информации и заемщик знает, что его проект перспективен, 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, поскольку финансирование проекта означает предоставление кредита с фиксированной ставкой процента, не зависящей от результатов реализации проекта. Это касается и исламского банка, когда для финансирования он использует инструменты первого и второго типов (основанных на долге и аренде). Существенное различие между двумя типами банков возникает, когда для финансирования проекта используется инструмент, основанный на разделении прибыли и убытков. В этом случае возрастает важность проблемы неблагоприятного отбора и риска недобросовестного поведения из-за асимметрии информации.

Проблема привлечения финансирования при наличии асимметрии информации остается одной из главных для современных корпоративных финансов. Фирма, у которой есть инвестиционный проект, но недостаточно собственных средств для его финансирования, будет выпускать акции или облигации. Если инвестиционный проект «хо-

²¹ Чтобы проверить перечисленные тезисы о различии в рисках между исламскими и обычными банками, а также другие теоретические тезисы, сформулированные в литературе, необходимо провести эмпирический анализ на основе данных, отражающих деятельность обоих типов банков в разных странах. Этому посвящено много 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).

рошей», то цена, по которой фирма может продать ценные бумаги на рынке, будет меньше стоимости, которую этим ценным бумагам назначают менеджеры компании, исходя из 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) 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 (см.: Myers, Majluf, 1984; Myers, 1984). Следовательно, согласно этой теории, для финансирования фирм исламские банки будут использовать инструменты, основанные на долге и аренде, а не на разделении прибыли и убытков.

Однако теория иерархии не нашла строгого подтверждения на практике (MacKie-Mason, 1990; Opler, Titman, 1996; Shyam-Sunder, Myers, 1999). В частности, она не объясняет тот факт, что многие молодые фирмы, нуждающиеся во внешнем финансировании, сначала выпускают акции при помощи IPO, а затем при необходимости используют долговые инструменты. Относительно недавно в литературе были предложены другие модели, призванные объяснить эмпирические наблюдения о структуре внешнего финансирования фирм (DeMarzo, Duffie, 1999; Daniel, Titman, 1995; Kalay, Zender, 1997; Boot, Thakor, 1993). П. Фульери и Д. Лукин предложили модель выбора фирмой инструмента внешнего финансирования проекта, в которой предполагается, что инвестор имеет возможность получить информацию о качестве проекта, неся при этом некоторые издержки (Fulghieri, Lukin, 2001). 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.

Резюмируя сказанное, можно отметить, что проблема неблагоприятного отбора и риск недобросовестного поведения при наличии асимметрии информации отрицательно влияют 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 уменьшить асимметрию информации ценой собственных издержек (изучая качество проекта, характеристики фирмы, потенциал

отрасли, риски экономики в целом и т. д.)²², то использование инструментов участия в капитале может приводить к увеличению эффективности по сравнению с долговыми инструментами. Следовательно, чтобы исламские банки могли успешно применять инструменты, основанные на разделении прибыли 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 с фиксированной доходностью. По некоторым оценкам, инструменты, основанные на разделении прибыли и убытков, занимают в портфеле исламских банков менее 25% (Aggarwal, Yousef, 2000). Помимо прочего, одна из причин этого — отсутствие упомянутой выше экономической среды, необходимой для успешного применения инструментов участия в капитале. Такая среда, как правило, присутствует в странах с развитой финансовой системой, где наиболее успешно 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 создать благоприятные условия для применения инструментов участия в капитале, что приведет к увеличению благосостояния во всей экономике.

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 купле-продаже реальных активов и хранение активов на балансе банка, а именно на таких операциях основаны инструменты исламского финансирования. Согласно ст. 29 упомянутого закона²³, 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 уменьше-

²² Подразумевается, что полученная финансовой организацией (инвестором) информация достоверна, а после финансирования проекта обязательства заемщика перед ней будут выполнены. Это в том числе означает, что указанная среда должна включать следующие элементы: легальные механизмы противодействия сокрытию доходов фирмы, защита прав инвесторов, гарантия исполнения контрактов и т. д.

²³ Статья 29 ФЗ № 395-1 «Процентные ставки по кредитам, вкладам (депозитам) и комиссионное вознаграждение по операциям кредитной организации».

ние основной суммы вклада в случае, если банк понес убытки. Кроме того, инструкции Банка России не разрешают банкам использовать привлеченные средства для участия в акционерном капитале вновь создаваемых компаний или учредительстве новых компаний²⁴. 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 потребуются совместное участие сторон в акционерном капитале вновь создаваемой компании либо покупка банком доли существующей компании. Таким образом, *существующее правовое регулирование банковской деятельности не позволяет банкам проводить исламские финансовые операции*, и 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, они должны 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 банка²⁵ (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 у них сложная структура — 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 операции²⁶. Как правило, в число таких организационных форм входит отдельный филиал существующего банка для проведения расчетно-кассового обслуживания, как было упомянуто выше. Для привлечения вкладов обычно используются такие организационно-правовые формы, как потребительское общество²⁷

²⁴ Согласно Инструкции от 3 декабря 2012 г. № 139-И «Об обязательных нормативах банков», отношение суммарных вложений в капитал других компаний к собственному капиталу банка не может превышать 0,25.

²⁵ Также расчетно-кассовыми операциями в Российской Федерации помимо банков могут заниматься небанковские кредитные организации (НКО), однако перечень таких операций ограничен по сравнению с банками.

²⁶ Подробный анализ российских организационно-правовых форм с точки зрения приемлемости для проведения исламских финансовых операций см., например, в докладе Центра развития исламской экономики и финансов (ЦРИЭФ), 2014. <http://www.islameconomy.ru>.

²⁷ Потребительское общество действует на основании статьи 116 ГК РФ и закона РФ от 19.06.1992 № 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/>.

и командитное товарищество (товарищество на вере)²⁸, которые позволяют компании трактовать вклады как инвестиционные и не гарантировать возврат основной суммы вклада. Далее, для проведения активных операций создается несколько обществ с ограниченной ответственностью (торговая, лизинговая компании и др.).

Таким образом, можно отметить ряд препятствий, не позволяющих исламским финансовым компаниям функционировать на равных условиях с другими участниками финансовой системы. Во-первых, необходимость создания и соединения между собой нескольких различных организационно-правовых форм (создание группы компаний) обуславливает существенные административные, налоговые и другие барьеры. Например, по результатам деятельности одна из компаний группы может получить отрицательную прибыль. Так как налог платит каждая компания по отдельности, то в этом случае суммарный налог всей группы будет больше, чем в случае выполнения всех операций одной компанией.

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 рассрочку (инструмент исламской финансовой компании) подразумевает отчисление налога на добавленную стоимость (НДС) с дохода по этой операции, то есть с наценки. Если рассматривать аналогичную операцию (предоставления целевого кредита на покупку товара) для обычного банка, то НДС с дохода банка по этой операции не платится.

В-третьих, существуют также отличия по налогу на прибыль по этим 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 базы при уплате налога на прибыль вытекают из применения различных методов ведения бухгалтерского учета в хозяйственных (метод начисления) и финансовых (кассовый метод) организациях²⁹.

В-четвертых, в разных налоговых условиях находятся и вкладчики финансовой компании и банка. Согласно Налоговому кодексу РФ,

²⁸ Командитное товарищество действует на основании ст. 82–86 ГК РФ. Например, по такой правовой форме организована исламская финансовая компания «ЛяРиба-Финанс». <http://www.lariba.ru/>.

²⁹ ЦРИЭФ, 2014. <http://www.islameconomy.ru>.

вкладчики банков платят налог только в том случае, если ставка по депозиту превышает 18,25% (ставка рефинансирования + 10%). В этом случае налог платится только с доходов, полученных в результате превышения ставки 18,25%³⁰. 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 советников и создают собственный совет, организовывая двухуровневую систему шариатского контроля: внешнего и внутреннего. В некоторых странах шариатский совет действует в структуре регулятора, который является конечной инстанцией, определяющей соответствие того или иного продукта положениям шариата. Необходимость организации шариатского контроля приводит к удорожанию исламских финансовых услуг по сравнению с традиционными.

К другим фундаментальным факторам, увеличивающим издержки исламских финансовых компаний в Российской Федерации, можно отнести неразвитость исламской финансовой инфраструктуры³¹, отсутствие программного обеспечения по финансовой отчетности, нехватку квалифицированного персонала, незначительный масштаб отрасли. Эти препятствия для развития исламских финансов нельзя преодолеть за счет либерализации отрасли, их влияние на стоимость исламских финансовых услуг будет уменьшаться постепенно, по мере развития отрасли и увеличения ее масштаба.

Один из возможных способов легализации отрасли исламских финансов в России предполагает *создание новой (или усовершенствование существующей) организационно-правовой формы*, позволяющей выполнять все исламские финансовые операции, которые были бы эквивалентны 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

³⁰ Ставка налога для вкладчиков банка равна 35%. Например, если ставка по депозиту условно равна 20% годовых, то налог вкладчика банка по истечении года будет равен: сумма вклада $\times (20\% - 18,25\%) \times 35\% =$ сумма вклада $\times 1,75\% \times 35\%$. Отсюда следует, что вкладчики банков находятся в более выгодных условиях, чем если бы они платили НДФЛ (13%) независимо от величины ставки депозита.

³¹ Прежде всего, неразвитость исламских финансовых институтов и отсутствие исламского фондового рынка значительно сужают возможности для управления ликвидностью, как следствие, повышается стоимость активов.

на долге, на аренде и на принципе разделения прибыли 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 по экономическому содержанию и конечному результату для клиента) традиционных финансовых инструментов:

— инструмент, основанный на долге, должен быть эквивалентен с точки зрения налогов операции предоставления кредита обычным банком;

— инструмент, основанный на аренде, — операции финансового лизинга;

— инструменты, основанные на принципе разделения прибыли и убытков, — операциям венчурных фондов и фондов прямых инвестиций.

Налоговая эквивалентность при проведении этих операций должна обеспечиваться не только для самих финансовых компаний (исламской и традиционной), но и для их клиентов как потребителей указанных финансовых услуг³². 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

Рассмотрим некоторые экономические последствия создания отрасли исламских финансов в экономике, где часть населения исповедует ислам. Предположим, что в такой экономике с традиционной финансовой системой начинают функционировать исламские финансовые компании, оказывающие широкий спектр услуг. Из простой теоретической модели следует несколько интуитивно простых, но важных выводов³³.

Во-первых, в результате появления исламских финансовых компаний произойдет увеличение сбережений в экономике. При этом рост сбережений произойдет за счет роста сбережений как исповедующих ислам, так и всех остальных. Для исповедующих ислам 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 не исповедующих ислам по-

³² Например, если клиент лизинговой компании вычитает лизинговые платежи из налогооблагаемой базы, то у клиента исламской финансовой компании также должна быть возможность уменьшать налогооблагаемую базу на величину арендных платежей при использовании арендной операции.

³³ 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.

требителей появление исламских банков приводит к тому, что корзина доступных инструментов сбережения становится более разнообразной. Это позволяет им лучше диверсифицировать портфель сбережений (сберегать становится выгоднее) и соответственно приводит к росту сбережений.

Во-вторых, из задачи максимизации полезности потребителей следует, что при наличии более разнообразной корзины финансовых услуг полезность растет (в силу расширения ассортимента и увеличения множества межвременного выбора). После возникновения новых финансовых инструментов потребителям становится выгодно перенести часть потребления на будущие периоды. Таким образом, при появлении исламских банков благосостояние всех 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 говорить в терминах моделей эндогенного роста, то увеличение нормы сбережений в экономике должно привести не только к переходу на новую траекторию роста, но и к увеличению темпов экономического роста.

В-четвертых, возникновение рынка исламских финансов приведет к росту инвестиций в отечественную экономику не только за счет внутренних сбережений, но и благодаря притоку иностранного капитала. При этом иностранные инвестиции могут вырасти за счет как исповедующих ислам, так и не исповедующих его инвесторов. В подтверждение этого аргумента можно привести статистику привлечения иностранных инвестиций в исламские финансовые продукты различными странами путем либерализации отрасли. Например, в сентябре 2014 г. правительство Гонконга выпустило суверенный сукук с высшим кредитным рейтингом (AAA) сроком на 5 лет и объемом 1 млрд долл., чему предшествовало изменение фискального законодательства страны в июле 2013 г. во избежание двойного налогообложения в исламских операциях. Доходность по этому сукуку всего на 23 б.п. превысила доходность 5-летних долговых обязательств США, — это минимальная премия 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 раз³⁴.

В сентябре 2014 г. эмират Шарджа (ОАЭ) привлек 750 млн долл., выпустив суверенный сукук сроком 10 лет, который был переподписан

³⁴ <http://www.bloomberg.com/news/2014-09-10/hong-kong-raises-1-billion-in-debut-islamic-bond-issue.html>.

в 10 раз. Половину выпущенных бумаг приобрели инвесторы из стран Ближнего Востока, 20% — из Британии, 11 — из других стран Европы, 14% — из Азии³⁵. В июне 2014 г. правительство Великобритании провело эмиссию сукук сроком 5 лет и объемом 200 млн ф. ст. (с рейтингом AAA), доходность по которым равнялась доходности (традиционных) 5-летних долговых обязательств этой страны. Спрос со стороны инвесторов, треть которых были из Великобритании, а остальные из стран Ближнего Востока и Азии, превысил предложение в 10 раз³⁶. Помимо этих стран суверенный сукук в 2014 г. 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).

За последние три года в мире было выпущено сукук (суверенных и частных) на общую сумму около 350 млрд долл., причем общий годовой спрос на сукук превышал их суммарное годовое предложение почти в 2 раза. Большинство инвесторов из стран Ближнего Востока и Азии, оставшаяся часть — из США, Европы и других стран. Согласно опросу компании Thomson Reuters Zawya, главной причиной инвестирования в сукук для более половины инвесторов (54%) выступают их религиозные предпочтения, для остальных — привлекательная доходность, диверсификация портфеля и другие экономические стимулы³⁷. Все это говорит в пользу того, что развитие рынка исламских финансов приведет к увеличению иностранных инвестиций, причем за счет как исповедующих, так и не исповедующих ислам инвесторов.

* * *

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, а также физических лиц. Все эти продукты, структурированные в соответствии с религиозными принципами, адаптированы под юрисдикцию 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 можно было создавать исламские финансовые продукты. Как правило, без изменения финансового законодательства это сопряжено с большими трудностями, поскольку исламские финансовые инструменты основаны на операциях с реальными активами и поэтому обычно не могут быть интерпретиро-

³⁵ http://www.zawya.com/story/Government_of_sharjah_issues_debut_10year_sukuk-ZAWYA20140910141859.

³⁶ <http://www.ft.com/cms/s/0/7c89467e-fc4e-11e3-98b8-00144feab7de.html#axzz3Emf3jXyl>.

³⁷ Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014. Thomson Reuters Zawya, 2014.

ваны как финансовые операции, с соответствующими налоговыми и другими последствиями.

Развитие 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 неудивительно, что за последние 30 лет в той или иной степени эта отрасль развивалась во многих странах. Тем не менее основные факторы ее роста зависят от специфики конкретной страны. В странах Ближнего Востока и других странах с преобладанием мусульманского населения основной движущей силой выступает спрос со стороны религиозного населения, которое ограничено в потреблении традиционных финансовых услуг. Для других стран, таких как Великобритания, Франция, Германия, США, одной из основных причин становления данной отрасли является интерес к инвестициям из богатых нефтью арабских стран.

Развитие исламских финансов в России происходит очень медленно — в нашей стране они представлены лишь небольшим количеством региональных компаний, деятельность которых в настоящее время никак не регулируется надзорными финансовыми органами. В то же время регулирование и развитие отрасли исламских финансов в России, на наш взгляд, является важной задачей. Это приведет к увеличению благосостояния во всей экономике. Появление новых игроков и новых услуг на финансовом рынке, с одной стороны, приведет к росту сбережений в экономике за счет части населения, которая склонна к сбережениям, а с другой — увеличит инвестиции в экономику за счет населения, склонного к предпринимательству. При этом рост инвестиций произойдет за счет как внутренних сбережений, так и вложений иностранных инвесторов.

Отдельного исследования заслуживает вопрос об экономической политике по развитию отрасли исламских финансов и о конкретных шагах в этом направлении. Исходя из опыта многих стран, можно сказать, что такая политика должна способствовать созданию экономической инфраструктуры, позволяющей субъектам данной отрасли функционировать в равных условиях с другими субъектами финансовой системы. Один из возможных способов решения этой задачи — *создание новой организационно-правовой формы*, позволяющей выполнять все исламские финансовые операции, эквивалентные с точки зрения налогового бремени соответствующим традиционным финансовым операциям. Подобный подход при либерализации отрасли исламских финансов, когда во внимание принимается прежде всего экономическое содержание, а не форма операции, и вводится соответствующее налогообложение, реализован во многих странах. При проведении политики по развитию отрасли исламских финансов в России целесообразно изучить опыт этих стран, в частности международный опыт по регулированию исламских финансовых компаний со стороны надзорных финансовых органов. Перечень конкретных мер по развитию отрасли исламских финансов и регулированию субъектов данной отрасли может стать предметом дальнейшего исследования.

Список литературы / References

- 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).]
- 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).]
- Азарян В. (2012). Перспективы и тенденции исламской финансовой системы // Научное обозрение. Сер. 1: Экономика и право. № 3–4. С. 187–191. [Azaryan V. (2012). Prospects and trends of Islamic finance model. *Nauchnoe obozrenie: Seriya 1. Ekonomika i Pravo*, No. 3–4, pp. 187–191. (In Russian).]
- Бакир ас-Садр М. (2012). Наша экономика / Науч. ред. Беккин Р. И. М.: Изд-во КФУ. [Baqir as-Sadr M. (2012). *Our economics*. Bekkin R. I. (ed.). Moscow: Kazan Federal University Publ. (In Russian).]
- Беккин Р. (2004). Особенности исламского страхования // Проблемы современной экономики. № 1/2. С. 200–201. [Bekkin R. I. (2004). The features of Islamic insurance. *Problemy Sovremennoy Ekonomiki*, No. 1/2, pp. 200–201. (In Russian).]
- 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: Seria 8. Menedzhment*, No. 2, pp. 168–192. (In Russian).]
- Беккин Р. (2007). Исламская экономика: между капитализмом и социализмом // Вопросы экономики. № 10. С. 147–155. [Bekkin R. (2007). Islamic economy: Between capitalism and socialism. *Voprosy Ekonomiki*, No. 10, pp. 147–155. (In Russian).]
- 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).]
- 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).]
- Трунин П., Каменских М., Муфтяхетдинова М. (2009). Исламская финансовая система: современное состояние и перспективы развития // Научные труды ИЭПП. № 122. С. 1–84. [Trunin P., Kamenskikh M., Muftiahetdinova M. Islamic banking system: Present state and prospects for development. *Nauchnye Trudy IEPP*, No. 122, pp. 1–84. (In Russian).]
- 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).]
- Abedifar P., Molyneux P., Tarazi A. (2013). Risk in Islamic banking. *Review of Finance*, Vol. 17, No. 6, pp. 2035–2096.
- Aggarwal R. K., Yousef T. (2000). Islamic banks and investment financing. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 32, No. 1, pp. 93–120.
- 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.
- Al-Saati A. R. (2003). The permissible Gharar (risk) in classical Islamic jurisprudence. *Islamic Economics*, Vol. 16, No. 2, pp. 3–19.
- Al-Suwailim (2000). Towards an objective measure of gharar in exchange. *Islamic Economic Studies*, Vol. 7, No. 1–2, pp. 61–102.
- Ayub M. (2009). *Understanding Islamic finance*. West Sussex, UK: John Wiley & Sons.

- Bencivenga V. R., Smith B. D. (1991). Financial intermediation and endogenous growth. *Review of Economic Studies*, Vol. 58, No. 2, pp. 195–209.
- Boot A., Thakor A. (1993). Security design. *Journal of Finance*, Vol. 48, No. 4, pp. 1349–1378.
- Boulakia J. D. C. (1971). Ibn Khaldun: A fourteenth century economist. *Journal of Political Economy*, Vol. 79, No. 5, pp. 1105–1118.
- Chapra M. U. (1996). *What is Islamic economics?* Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute.
- Chapra M. U. (2000). *The future of economics: An Islamic perspective*. Leicester: The Islamic Foundation.
- Chong B. S., Liu M. H. (2009). Islamic banking: Interest-free or interest-based? *Journal of Pacific-Basin Finance*, Vol. 17, No. 1, pp. 125–144.
- Cihak M., Hesse H. (2010). Islamic banks and financial stability: an empirical analysis. *Journal of Financial Services Research*, Vol. 38, No. 2, pp. 95–113.
- Daniel K., Titman S. (1995). Financing investment under asymmetric information. *Handbooks in operations research and management science*, Vol. 9, pp. 721–766.
- DeMarzo P., Duffie D. (1999). A liquidity-based model of security design. *Econometrica*, Vol. 67, No. 1, pp. 65–99.
- Al-Darir Al-Siddiq M. Al-Amin (2004). The amount of gharar that prevents transactions from being valid. *Proceedings of the 4-th conference of the Shari'ah Boards of Islamic financial institutions*, 3–4 October, Kingdom of Bahrain.
- El-Gamal M. A. (2001). An economic explication of the prohibition of gharar in classical Islamic jurisprudence. *Islamic Economic Studies*, Vol. 8, No. 2, pp. 29–58.
- Errico L., Farrahbaksh M. (1998). Islamic banking: issues in prudential regulation and supervision. *IMF Working Paper*, No. 98/30.
- Fulghieri P., Lukin D. (2001). Information production, dilution costs, and optimal security design. *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, No. 1, pp. 3–42.
- Gertler M., Rose A. (1991). Finance, growth, and public policy. *World Bank Working Paper*, No. 814.
- Goldsmith R. W. (1969). *Financial structure and development*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Greenwood J., Jovanovic B. (1990). Financial development, growth, and the distribution of income. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 5, Part 1, pp. 1076–1107.
- 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.
- Johnes J., Izzeldin M., Pappas V. (2013). A comparison of performance of Islamic and conventional banks 2004–2009. *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 103, pp. S93–S107.
- Kahf M., Khan T. (1992). Principles of Islamic financing. *IRTI Research Paper*, No. 16. Jeddah, Saudi Arabia: Islamic Research and Training Institute.
- Kalay A., Zender J. (1997). Bankruptcy, warrants, and state-contingent changes in the ownership of control. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 6, pp. 347–379.
- Khan T., Ahmed H. (2001). Risk management: an analysis of issues in Islamic financial industry. *Islamic Development Bank Occasional Paper*, No. 5. Jeddah, Saudi Arabia.
- King R. G., Levine R. (1993a). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, pp. 717–738.
- King R. G., Levine R. (1993b). Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, No. 3, pp. 513–542.
- Levine R. (1991). Stock markets, growth, and tax policy. *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, pp. 1445–1465.
- MacKie-Mason J. K. (1990). Do firms care who provides their financing? In: G. Hubbard (ed.). *Asymmetric information, corporate, finance, and investment*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 63–103.
- McKinnon R. I. (1973). *Money and capital in economic development*. Washington, DC: Brookings Institution.

- Myers S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, pp. 575–592.
- Myers S. C., Majluf N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, pp. 187–221.
- Obaidullah M. (2005). *Islamic financial services*. Jeddah, Saudi Arabia: Islamic Economics Research Center, King Abdulaziz University.
- Opler T., Titman S. (1996). *The debt-equity choice*. Unpublished manuscript. Austin: University of Texas.
- Pagano M. (1993). Financial markets and growth: An overview. *European Economic Review*, Vol. 37, No. 2–3, pp. 613–622.
- Qadeeruddin A. (1995). What is Riba. *Journal of Islamic Banking and Finance*, Vol. 12, No. 1, pp. 7–49.
- Rajan R. G., Zingales L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, pp. 559–586.
- Robinson J. (1952). *The rate of interest and other essays*. London: Macmillan.
- Roubini N., Sala-i-Martin X. (1992). Financial repression and economic growth. *Journal of Development Economics*, Vol. 39, No. 1, pp. 5–50.
- Shaw E. S. (1973). *Financial deepening in economic development*. N.Y.: Oxford University Press.
- Shyam-Sunder L., Myers S. C. (1999). Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, No. 2, pp. 219–244.
- Sundararajan V., 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.
- Usmani M. T. (2002). *An introduction to Islamic finance* (Vol. 20). Highwood, IL: Brill.
- Weill L. (2011). Do Islamic banks have greater market power? *Comparative Economic Studies*, Vol. 53, No. 2, pp. 291–306.
- Yudistra D. (2004). Efficiency in Islamic banking: an empirical analysis of eighteen banks. *Islamic Economic Studies*, Vol. 12, No. 1, pp. 1–19.
- 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.
-

Islamic Finance: Opportunities for the Russian Economy

Bekhan Chokaev^{1,2}

Author affiliation: ¹ Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia); ² Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russia). Email: chokaev@ranepa.ru.

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 important features of Islamic finance, examines the main obstacles for functioning of Islamic financial institutions in the Russian legislation. Furthermore, the paper analyzes the economic benefits from the creation of economic infrastructure, which enables Islamic financial companies to operate on equal conditions with other subjects of the financial system in terms of financial, tax and administrative aspects.

Keywords: Islamic finance, financial system, financial instruments.

JEL: E210, G210, G240.