

风险分担原则下的伊斯兰金融市场及其运作模式*

王永宝

内容提要 伊斯兰金融体系以风险分担为原则，在全球呈现出的发展趋势令人瞩目。由此体系建立的金融市场，实际上反映出现代金融与沙里亚的兼容性和排斥性。兼容性在于后者应用前者积累的丰富经验，来发展符合沙里亚原则的金融工具和市场，从而推动经济整体发展。而排斥性在于前者的体系基于利息，与后者以禁止任何形式的利息形成对立。此外，以风险分担为原则的伊斯兰金融市场和运作模式，也体现出享受回报与承担责任并存的经营理念。鉴于这些特点，通过研究伊斯兰金融体系的风险分担原则，可进一步揭示该体系中的核心组成部分——伊斯兰货币市场与资本市场。

关键词 伊斯兰金融体系 风险分担 伊斯兰金融市场 沙里亚 苏库克

作者简介 王永宝，西安外国语大学东方语言文化学院副教授（西安 710128）。

众所周知，美国次贷危机引发的金融危机迅速渗透到了许多先进工业国家，致使全球经济再次落入低谷。这次金融危机的严重程度不仅引起了人们对金融和经济危机爆发周期的众多争论，而且一些学者、从业者和政策制定者也对现代传统金融体系的基本稳定性产生了质疑。同时，随着多项数据显示出伊斯兰金融快速且稳步的发展趋势，及其体系所展示出的魅力，不仅受到

* 承蒙审稿专家对本文提出了宝贵的修改意见，在此深表诚挚的谢意。

了各国金融界的青睐，而且还吸引了欧美国家政界的高度关注。总的来说，伊斯兰金融以风险分担为原则形成的体系，鼓励形式各异的风险分担模式，反对任何形式的风险转移或风险转嫁，尤其是基于利息的债务融资。其宗旨以提倡金融发挥整合作用来促进社会团结，使社会中的所有成员在享受经济增长带来的好处的同时，也同样要共同分担各种风险。尽管伊斯兰与传统金融体系在经济中反映出的功能类似，但是由于风险分担是前者的根基，所以在其严格遵守沙里亚制度之后产生的交易成本往往低于后者。为了进一步阐释伊斯兰金融体系的特点，本文将重点通过风险分担原则，以及该体系中的主要市场运作模式来做出详细论述。

风险分担原则与伊斯兰金融体系

（一）风险分担原则

伊斯兰金融自 20 世纪 70 年代出现至今，其市场发展一直呈上升趋势，原因在于其运作模式是以伊斯兰经济思想体系为指导，市场行为以《古兰经》和《圣训》为准则，^① 从而与传统金融模式形成了鲜明的对比，并在许多国家（包括非伊斯兰国家）也因此而产生了二元金融体系。在伊斯兰金融体系中，金融的基本功能得以拓展，“利润共享与风险分担”原则在市场参与者之间得到了充分的体现。具体而言，对于风险分担，伊斯兰金融提出了 3 套工具：（1）金融领域中的交易风险分担工具，从而加强了交易的公平与公正性；（2）再分配性风险分担工具，致使弱势群体所面临的风险由社会中的经济强势群体来分担；（3）《古兰经》中规定的遗产继承法则，促使死者在去世后的财富在继承人之间得到了公平分配。然而，需要指出的是，第二套工具虽然是以经济强势群体的收入和财富，来使弱势群体应享受的权利得到补偿，但并不是利他主义或慈善机构的选择性工具，而是权利补偿和义务偿还的制度性工具。

从理论上讲，伊斯兰金融市场上的理想工具，不仅可用于短期流动资金和贸易合同的低风险融资，而且还适用于实体投资中的中长期融资，两者

^① See Chapra, M. U., *The Future of Economics: An Islamic Perspective*, Leicester, UK: The Islamic Foundation, 2000; Iqbal Zamir and Mirakhor Abbas, *An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice*, Singapore: John Wiley and Sons, 2012.

都以风险分担为本。因此，它所运行的工具，一方面服务于成品和半成品的采购和销售，以促进进一步的生产；另一方面，则为计划生产的产品提供融资。就消费平滑而言，在伊斯兰金融体系中，通过无息贷款（Qardh Hasan）和无息债务（Duyun）向遇到流动资金休克的人们（或企业）提供援助，以促进实体经济交易的消费。^①也许有人会认为，在现代如此复杂的经济中，获得流动资金的各种手段都是必要的，只要工具被视为是允许的，怎会有危害？既然风险分担的短期金融工具和以贸易为导向的交易合同是允许的，如穆拉巴哈（Murabahah，即成本加价合同），任何与实体交易有联系的工具，无论两者之间的联系有多么牵强，也都是被允许的。然而此论点的支持者需注意，伊斯兰所允许的交易合同（Aqd，阿格德），与旨在推动这些合同的金融工具不能等同。虽然传统的伊斯兰实体交易合同都是允许的，但是为推动许可的合同而设计的金融工具，其本身不一定是许可的。正如在全球金融危机爆发前夕，由于衍生工具的激增，一些与实体交易有一定关系的金融工具，仅仅受限于金融工程师的想象力，致使整个体系陷于两难境地。因此，意欲服务于伊斯兰交易合同的某个金融工具，其本身所具有的风险分担性能有可能会弱于交易合同。

鉴于伊斯兰金融的核心自始至终强调的是风险分担原则，那么在决策中，就必须把假定工具的风险特征置于首位。而有息债务合同的不许可性，就在于这类合同必将把全部风险，或者至少把大部分风险转嫁给了借款人。因此，金融工具表面上都与非利息性质的债务要求相兼容，但都是风险转移工具，而且最终将把风险转嫁给纳税人。例如主权租赁型苏库克^②，其资产隶属租赁，但信用通过其他方式得以加强，如抵押担保。从成本的角度考虑，这样的苏库克要比传统主权债券更加昂贵，而且也可能包含着更大的风险转移特性^③。很显然，当金融家和金融工程师在研发工具时，主观判断需要首先考虑该工具风险分担的特点，因此对于工具风险的判定责任，不应当由沙里亚学

^① Mirakhor Abbas and Wang Yongbao, "Epistemological Foundation of Finance: Islamic and Conventional", in Iqbal and Mirakhor edited, *Economic Development and Islamic Finance*, Washington, D. C. : The World Bank, 2013, p. 32.

^② 主权租赁型苏库克是以实物资产为基础的租赁型金融工具。本文将在论述伊斯兰资本市场时，对苏库克进行专题详述。

^③ See Mirakhor and I. Zaidi, "Profit - and - Loss Sharing Contracts in Islamic Finance", in K. Hassan and M. Lewis, *Handbook of Islamic Banking*, Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2007.

者承担，因为沙里亚学者的责任只是对具体工具的分担风险特性是否符合沙里亚原则进行审批。当然从长远来看，沙里亚学者的知识范围应当涵盖现代金融，并深入了解各种风险和复杂的不确定性。

目前，绝大部分金融家和金融工程师的精力，都集中于短期伊斯兰金融工具的研发上，以适应于低风险收益的变现交易。然而，对于研发具有适当风险报酬特征的长期投资工具，要是从业者们再不付出相应的努力，势必会面临“路径依赖”的危险，而且市场看到的仍将是更多形式各异、实质相同、所谓安全的短期变现工具。对此，决策者不应当掉以轻心，因为自 20 世纪 70 年代初期，金融界已经相当熟悉“生成理论”。按照该理论的思路，由基本工具可生成无限量的工具。这一思路导致了衍生品的激增，并在近年来的全球金融灾难中起到了极大的负面作用。据估计，2007 年在世界上的金融工具主要是衍生品，为全球国内生产总值（GDP）的 12.5 倍。^① 据资料显示，在现代国际金融体系中，存在着大约 200 万亿美元金融票据，其中 150 万亿美元是以利率为基础的债务工具。与此同时，必须确认这些债务的全球国内生产总值，充其量也就是 63 万亿美元而已。根据差量率，债务与国内生产总值都在增长，但很难看到全球国内生产总值能够以足够的增长速度来确认债务。^② 类似状况有可能出现于伊斯兰金融的发展进程中，如果伊斯兰金融工程师的聪明才智，以及沙里亚学者富有创造性的想象力继续服务于低风险的短期票据，那么伊斯兰金融将不可能实现理想伊斯兰金融体系潜力所寄予的希望和愿望。^③

英国统计学家大卫·巴塞洛缪（David Bartholomew）认为：“风险是人类全面发展的必要因素。它对于发展我们的技能和品格提供了丰富和多样性的必要经验。^④”此外，“人类的自由要发展，就必须拥有足够的空间，以便自由能够得到行使。机遇只提供所需的弹性，因此是自由意志的前提。^⑤”而且“我们珍视我们的自由意志超乎一切，我们作为人的尊严取决于它，它把我们与其他被造物之间区分开来。但是如果我们只讲个人自由，那么其他人也同样只讲个人自由，这意味着由于他们的行为、愚蠢或其他方式所导致产生

① See Mirakhor, “Islamic Economics and Finance: An Institutional Perspective”, *IJUM Journal of Economics and Management*, Vol. 17, No. 1, 2009, pp. 31 – 72.

② Rogoff, K., “Global Imbalances without Tears”, in *Project Syndicate*, 2011 – 03 – 01.

③ Mirakhor Abbas and Wang YongBao, op. cit., pp. 33 – 34.

④ Bartholomew, D. J., *God, Chance and Purpose*, UK: Cambridge University Press, 2008, p. 230.

⑤ Ibid., p. 200.

的风险是不可避免的。那么放弃风险就是放弃自由，因为风险是我们为自由付出的代价。^①”

伊斯兰金融思想提出风险分担原则，就是要让人们勇于承担不可避免的风险，并使风险产生的伤害降到最低。因此，降低风险和减少不确定性的行为规则，以及遵守这些规则是对新制度经济学的一个重要启示。同时，在不确定性状况下的决策过程中，规则不仅会减少人类认知能力的负担，而且还会促进人类之间的合作与和谐。^② 伊斯兰通过风险分担来降低人类经济活动中的不确定性，因为分担使风险被分散，从而降低了个人所面临的风险。但是如果一个人由于贫穷而无法使用风险分担的任何手段时，那么伊斯兰金融已为此提出了一个解决方案，即让富人分担穷人生活中遭遇的风险，以补偿伊斯兰产权原则所赋予他们的权利。此外，伊斯兰继承法还为风险分担提供了进一步的有效机制。

在社会上，个人将面临两类风险。首先是因为社会内外经济环境及其遭遇冲击的脆弱性，而使人类承受由经济不确定性和风险而产生的结果。经济如何更好地削减冲击将取决于其适应能力，这也又将取决于社会的体制和政策的基础结构。如何灵活地应对冲击，将决定具体风险对个人生活有多大的影响。其次是关乎个人生活的状况，包括伤害、疾病、意外事故、破产，甚至口味和喜好的变更等风险。这种风险被称为“非市场风险”，当此风险成为现实时，将严重破坏民生。这是因为人们的消费水平直接取决于他们的收入。如果收入变得不稳定，那么将直接影响到生活和消费，但是应用风险分担可以降低非市场风险，并通过削弱收入和消费之间的关联性，使消费得以平滑。

值得注意的是，风险承担和风险分担之间存在着细微差异。承担风险是风险分担的前提，例如因生产产品而承担风险的决策先于项目融资中关于风险要做什么的决定。虽然在融资中分担风险的决策不会增大该项目的固有风险，但是该决策一定会减少融资参与者的个人风险，因为风险已被参与者们集体分担。除此之外，还应当注意的是，伊斯兰传统合同模式都属于双边实体类型，而当代伊斯兰金融业做出的两大贡献则首先是使双边合同多边化，并使这些合同从实体转向金融体。其次，使传统金融中的风险转移手段与沙

① Bartholomew, D. J., op. cit., pp. 239 – 240.

② Mirakhor, op. cit. .

里亚原则相兼容。

伊斯兰金融工具允许风险分担和风险分散，个人因此可以减轻所面临的非市场风险。其次，强制性征税，如则卡提（Zakah，即天课），是让富人分担穷人非市场风险的另一手段，是后者的权利从前者的收入和财富中得到补偿的行为方式。至于其他值得赞许和鼓励的善举，虽不属于强制性规定，如所得格（Sadaqah，即施舍）和无息贷款，但却起到了殊途同归的作用。这些手段或方式都有助于淡化贫困者收入与消费之间的关联。如果时机成熟，即使是征税和非营利性经济行为，也可以通过工具化而被纳入伊斯兰金融工具的范围来强化风险分担。在风险面前，伊斯兰金融发挥的功能犹如社会中风险的管理者一般，其风险分担工具通过大量人员的参与，将有助于缓解由于经济冲击、失望和痛苦对个人造成的负面影响。因此，伊斯兰金融为所有人群提供适宜的工具，以便通过这些工具使他们减少所面临的非市场风险，并且平滑他们的消费。这也将确保创业者和企业家获得更多的金融资源，并且不会因为自己要承担所有风险而放弃高效能的项目。理想的伊斯兰金融是真正的“金融民主化”，因为它并没有把任何风险转嫁给社会中的某个群体，或给社会带来了危机。就此而言，伊斯兰金融与所谓的“金融民主化”形成了鲜明的对比，因为后者是传统金融体系全球危机的导火索，并且在危机爆发时，金融家们早已摆脱了由金融创新带来的风险，而且当这种“金融民主化”工程产生的收益被私有化时，其所带来的痛苦则已被社会化了。^①

（二）伊斯兰金融体系

鉴于《古兰经》是一切伊斯兰思想的源泉，任何有关伊斯兰的知识、理论和认识论，包括金融，都必须在《古兰经》中找到根源，因此本部分论点以《古兰经》第二章第 275 节为基础来剖析伊斯兰金融体系。此节经文明确规定：容许以风险分担为基础的“佰依阿”（Bay'，即买卖）合同，但是禁止建立在利息基础之上的任何合同。可以说，此项规定构成了伊斯兰经济的组织性原则和基本原理。然而关于《古兰经》的大部分注释和译本，把“佰依阿”和另一单词“提佳拉”（Tijarah）都解释或译成了“商业”或“贸易”。根据权威阿拉伯语辞典，例如《阿拉伯人之舌》（Lisan Al - Arab）、《古兰经词汇词典》（Mufradat Alfaz Al - Qur'an）、《列恩阿拉伯语大词典》

^① See Sheng, A. , *From Asian to Global Financial Crisis*, New York: Cambridge University Press, 2009.

(Lane's Arabic Lexicon)、《古兰经词汇研究辞典》(Al - Tahqiq fi Kalamat Al - Qur'an Al - Karim) 等, 这两个词汇之间存在着本质上的差异。而且依据《古兰经》中的其他不同经文, 例如第二章第 111 节和第 254 节、第 35 章第 29 和 30 节、第 61 章第 10 至 13 节等, 都表明所有与“提佳拉”有关的合同, 都会考虑预期的瑞布哈 (Ribh, 即利润)。比较而言, “佰依阿”的定义为: 财产之间的交换合同 (Mubadalah al - Mal bi al - Mal)。从当代经济学的角度来看, 这句话的意思是指产权 (索取的) 交换合同。此外, 根据上述文献, 两个词之间还存在着另一差异, 即“佰依阿”交换合同的签订者在期望收益的同时, 也必须承认遭受损失的概率, 这也正是我们所说的风险分担原则。^①因此, 在伊斯兰金融市场上的交易合同以术语“佰依阿”为准, 例如远期价格合同 (Bay' Bithaman Ajil), 但从不使用“提佳拉”一词。

首先, 除即期合同之外, 所有的伊斯兰合同都涉及时间。从经济学角度来讲, 涉及时间的交易是承诺今天做某些事情, 以换取未来做某些事情的承诺。所有涉及时间的交易都必须服从不确定性, 而不确定性的存在就会涉及风险; 风险的存在, 也将导致出现不同的结果。例如合同: 某一卖家今天收到付款后, 承诺在未来的某日交付产品。我们可以看到, 该合同涉及多项风险, 首先对于交换双方来说, 都将面临价格风险, 因为价格在未来可能会更高或更低, 如果未来价格较高, 则对买家有利, 而价格风险也将转向卖家。相反, 如果未来价格较低, 则有利于卖家, 而价格风险将由买家承担。在不确定性条件下, 买卖双方都将通过合同分担价格风险。此外, 买方还会面临包括不交货和质量不达标的风险, 而卖家所面临的额外风险会包括原材料未来价格、运输和生产成本更高的风险, 但这些风险同样也可以通过合同得到分担。此外, 该论点也适用于延期付款合同。

其次, 即期交换或现金销售看似不涉及任何风险, 但价格的变化可以在即期交换完成之后改变, 而这种风险则由即期交换的双方分担。此外, 自古典经济学家时代起, 人们就已经意识到通过比较优势和专业化为贸易收益奠定基础。但在专业化过程中, 生产者会越来越依赖于他所需要专业生产的其他商家, 并承担风险, 通过交换, 交易双方分担了专业化的风险。同时, 生产和运输在交换前的风险也通过交换得到了分担。就此而言, 穆达拉白

^① Mirakhor Abbas and Wang YongBao, op. cit., p. 34.

(Mudharabah, 即盈亏分摊) 和穆沙拉卡 (Musharakah, 即股本参与) 合同堪称为风险分担交易的典范。而且可以断定, “佰依阿” 的许可准则证明沙里亚在所有交易活动中都要求体现风险分担原则。

再次, 里巴 (Riba, 即利息) 性质合同受禁的主要原因, 也许是风险分担原则不存在于此类合同。有人可能会认为, 债权人也承担风险 (如违约风险), 然而承担风险本身并不代表交易许可。因为赌徒在赌博时同样承担风险, 但赌博不能因赌徒承担风险而成为合法。换句话说, 我们所讨论的是风险分担的机遇, 而利息性质的合同是在强调风险转移。因此, 如果利率不存在, 融资者必将分担企业家在产品生产、营销和销售时所面临的所有风险。^① 然而金融家以今天借出的钱来获得明天更多的钱做诱饵, 实际上不仅削减他或她未来的收益, 而且还把所有的风险都转嫁给了企业家。

最后, 《古兰经》宣布基于利息的合同为非法, 其目的显然是要把人类的焦点转向具有风险分担性质的交易合同。^② 此外, 涉及时间的合同可归纳为两种类型, 即只考虑增益 (利息) 的贸易合同 (包括即期合同) 和同时预期收益与亏损的交换合同。后者还必须根据收益或亏损因素来参考具有不确定性结果的投资合同, 但这并不意味着穆达拉白和穆沙拉卡合同不可用于预期利润共享的长期贸易和长期投资。在伊斯兰世界和欧洲中世纪的数百年中, 穆达拉白作为长期贸易和投资融资手段曾经非常盛行, 并且对整个欧洲的发展和建设做出了卓越的贡献。^③

① See Mirakhor and N. Krichene, “The Recent Crisis: Lessons for Islamic Finance”, *IFSB 2nd Public Lecture on Financial Policy and Stability*, Kuala Lumpur, Malaysia: Islamic Financial Services Board (IFSB), 2009.

② Mirakhor Abbas and Wang YongBao, op. cit., p. 35.

③ Fischell, W., “The Origin of Banking in Medieval Islam”, *Journal of the Royal Asiatic Society*, Vol. 65, No. 20, 1933, pp. 339 – 352; Udovitch, A. L., “At the Origins of the Western Commenda: Islam, Israel, Byzantium?”, Vol. 37, No. 2, *Speculum* 1962, pp. 198 – 207; Udovitch, “Commercial Techniques in Early Medieval Islamic Trade”, in D. Richards, *Islam and the Trade of Asia*, Oxford, U. K.: Bruno Cassirer; Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1970a, pp. 37 – 62.; see also *Partnership and Profit in Medieval Islam*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 1970b; Mirakhor, “Muslim Contribution to Economics”, Presented at the Midwest Economic Association Meeting, April 9 – 7, 1983, Reprinted in B. Al – Hassani and A. Mirakhor, *Essays on Iqtisad*, New York: Global Scholarly Publications, 2003; Brouwer, M., “Managing Uncertainty through Profit Sharing Contracts from Medieval Italy to Silicon Valley”, *Journal of Management and Governance*, Vol. 9, 2005, pp. 237 – 255; Askari, H., Iqbal, Krichne, N. and Mirakhor, *Risk Sharing in Finance: The Islamic Finance Alternative*, Singapore: John Wiley and Sons, 2012, pp. 49 – 68.

综上所述，“佰依阿”涵盖了促进就业、增加收入和扩大经济的长期投资合同，然而“提佳拉”及其所有融资工具的焦点则是成品贸易。此外，还有几点重大的经济意义值得注意。第一，正如“佰依阿”的定义所示，其合同属于财产交换类型，这意味着交换各方必须在交换之前，对合同中提及的交换物拥有实际的产权。第二，交换各方不仅必须对于要生产什么产品拥有自由，而且对于与他们所希望交换产品（商品和服务）的人们拥有自由。第三，交换各方必须拥有签订合同的自由。第四，必须具备强制执行合同的手段，即法律。第五，交换各方都需要能使交易顺利完成的平台，即市场。第六，市场需要行为规则，以确保其高效有序地运行。第七，交换合同需要各方之间的信任，因此各方应根据在交换条款中的承诺履行自己的职责。第八，必须具备监管收益分配的规则。第九，必须具备再分配规则和机制，及时纠正市场上出现的分配不公问题。同时，对于维护那些不是合同直接签订方的权利，这些规则也将起到监管的作用。^①

从结构上来看，伊斯兰和传统金融体系都由金融机构和市场构成，是资金流动工具（金融资产）、市场参与者（中介机构）和交易方式（市场）等各金融要素构成的综合体。同时，由于金融活动具有很强的外部性，两者都处于政府管制框架之下。从内在关系来讲，两者的金融部门都在经济发展中为非金融部门提供金融服务，通过各种融资模式和公司治理来协调参与各方的利益关系，并且通过监管体制使该体系的各组成部分相互适应。此外，从功能角度来说，两者都具备清算、支付、融通资金、股权细化、风险管理、信息提供、解决激励问题，促进商品与服务交易，以及在时空上为实现经济资源转移提供渠道等功能。^②

然而，伊斯兰金融作为新现象，自出现至今 40 多年来，其发展与反映着伊斯兰世界观的沙里亚有着密不可分的关系。换句话说，沙里亚是伊斯兰金融体系的核心与根本。该体系所追求的目标是全人类的向往，例如通过优化利用自然资源来促进经济增长，缩减贫富差距，并极力实现全民生活幸福。同时，在此金融体系下，除了满足人们的基本物质需求之外，还应当满足他们的精神需求，并不断地促进世界大同经济和弘扬社会正义。沙里亚为实现

^① Mirakhor Abbas and Wang YongBao, op. cit., p. 36.

^② Askari, H., Iqbal, Krichne, N. and Mirakhor, op. cit., pp. 95 - 97.

这一伟大目标提供了基础框架，其宗旨在于通过对人们的信仰、生命、智力、血统和财富进行保护，来实现真正的幸福。因此，沙里亚鼓励人们应当从事各种合法有效的经济活动来促进公众利益，例如产权交换等，而同时为了防止伤害的发生，也禁止任何有害的经济活动，例如剥削、赌博、烟酒、色情，以及各种欺诈行为等。^① 在作为传统经济学基石的金融体系中，尤其是建立在利己主义之上的资本主义处世哲学中，人们对于道德价值漠不关心，或者说该体系体现出一种价值中立观念。此外，其实在很大程度上，利己主义都依赖于假设；有人可能会认为，通过满足个人私利，他或她总会对社会的整体经济发展做出贡献。然而事与愿违，个人不但因为私利会脱离价值观念，而且还将由于变得越来越贪婪而忘记自己在社会中的责任。同时，社会也将因此出现越来越多的不公正和不公平现象。^② 日积月累，腐败和堕落就会滋生，社会矛盾就会激化，最终导致整个系统全面崩盘！

从沙里亚原则来讲，伊斯兰金融体系旨在促进经济生产活动和提倡真正的贸易和商业交易。在此体系中，经济活动和金融部门之间的关系不能被夸大。事实上，这种关系是全面测试伊斯兰金融系统稳定性的骨干。通过让金融部门和实体经济之间直接衔接，该系统把金融部门的不确定性转化为实体经济部门的相对确定性。众所周知，过度的有息借贷是2007与2009年之间全球金融危机的主要元凶之一，而伊斯兰金融体系则以禁止有息借贷而免遭劫难，并且呈现出稳步上升的良好发展趋势。其次，伊斯兰与传统金融体系的另一不同点在于货币不被看作商品，从而加强了货币的稳定。就沙里亚而言，所有经由伊斯兰金融模式的货币流通，都与商品和服务直接挂钩。因此，资金突然大规模运动的空间得到有效控制，使投机者无法从中兴风作浪而扰乱金融秩序。^③

此外，伊斯兰金融体系还通过合作经营、股权融资和风险分担来弘扬人与人之间的互助、友爱关系。因此，资金的提供者（Rabbul Mal，即投资者）和资金的使用者（Mudharib，即企业家）应当是互相帮助，共同分享由创业而赢得的利益，并且同时分担在经营中遇到的风险。例如在穆达拉白融资模

① International Shri' ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), *Islamic Financial System: Principles and Operations*, Kuala Lumpur: ISRA, 2011, pp. xi, 4-5, 166-168.

② ISRA, op. cit., p. 7.

③ ISRA, op. cit., pp. 10-11; Askari, H., Iqbal, Krichne, N. and Mirakhor, op. cit., pp. 7-8.

式中，虽然合同双方根据确定的比例共同分享利润，但是当经营出现亏损时，除非损失是由企业家的不当行为造成，否则所有的损失都由资金提供方单独承担。如果亏损是由企业家来承担，就会显得不公平，因为企业家已经失去了一切，例如他赚取利润的机会、时间和精力等，并且通过自己的付出已经分担了资金提供方的风险。^①

较而言之，尽管伊斯兰和传统金融体系都是由不同的子系统构成，如银行系统、金融中介和资本市场等，并通过法律和商业基础设施得以巩固，但是当我们审视以沙里亚法律系统为基础的银行、金融中介和资本市场运作模式时，就会发现伊斯兰金融体系具有两个明显的特点：第一，对利息的禁止促使债务在该体系中消失，并最终使杠杆化得以消除；第二，通过以“盈亏分摊”为基础而设计的交易模式，使金融体系体现出了风险分担原则的优势。由于伊斯兰金融体系本身所具有的风险分担性质，股票市场就起到了至关重要的作用，并有望成为该金融市场的主体。比较而言，传统金融系统是以债务市场为主体，其次才是银行业和股市。研究人员认为，虽然伊斯兰证券化资产市场与传统资产抵押债务市场之间有相似之处，但是前者不仅以其鲜明的特点成功取代了后者的债务市场，而且完全不同于后者的运作模式。^② 鉴于理论需与实践相结合的原则，我们可以通过以下对伊斯兰金融市场的分析，对该体系做出进一步的阐释。

伊斯兰金融市场

如同传统金融市场一样，庞大的伊斯兰金融市场体系也是由许多不同类型的市场构成，每个市场的功能都因其目的和意义而异，且根据交易工具的期限形成了货币市场和资本市场，前者是融通短期（一年以下）资金的市场，后者是融通长期（一年以上）资金的市场。伊斯兰货币市场和资本市场代表的是沙里亚法则对市场交易的主张，具有法律效应，因此市场必须远离伊斯兰所禁止的任何元素和活动，使交易各方在这两类市场上所使用的任何金融工具，在本质上都必须符合伊斯兰的要求。

^① ISRA, op. cit., p. 11.

^② Askari, H., Iqbal, Krichne, N. and Mirakhor, op. cit., pp. 97 - 98.

（一）伊斯兰货币市场

从货币市场的功能来讲，伊斯兰货币市场主要体现在三方面。^① 第一，流动资金管理。此功能是伊斯兰金融机构汇聚和集合日常资金的主渠道。通过该渠道为资金寻求合适的短期投资项目，从而满足客户的需求，并因此也可以使伊斯兰金融机构短期内的压力得到缓解，其灵活性让该机构能够轻松应对流动资金可能出现的任何状况。在当前实践中，伊斯兰货币市场上最受欢迎的工具是商品穆拉巴哈（Commodity Murabahah）。该工具本质上以泰宛如格（Tawarruq，即货币融资）合同为基础。至于非金融机构，在管理营运资金需求波动时使用的则是货币市场上的其他工具，从中享受低风险、低成本的资金，以获取投资回报。

第二，伊斯兰货币市场亦可作为货币市场工具二级交易的平台，以促进资本市场尤其是证券市场的发展。货币市场的参与者可以根据自己的目标，对风险和收益的偏好，通过对货币市场工具的买卖来获取投资回报。因此，具体而言，在伊斯兰货币市场上，投资者可以看到风险级别、回报程度和成熟期限各异的有效工具。在伊斯兰货币市场上，当前比较流行的工具包括政府投资证券、伊斯兰国库券、伊斯兰可转让票据，以及伊斯兰大额可转让债务存单等。

第三，伊斯兰货币市场是中央银行传导其货币政策的媒介，是央行实施货币政策和调控宏观经济的手段，并为保证金融市场的发展发挥出了巨大的作用。该机制与传统模式完全相同，即央行通过回购协议和逆回购协议承担公开市场操作。在伊斯兰货币市场上，这两种协议通常被称之为“销售和回购协议”与“逆销售和回购协议”。

从伊斯兰货币市场的组成部分来看，该市场主要由两个关键部分构成，即银行同业投资市场^②和货币市场工具交易平台。尽管流动资金管理不是货币市场的唯一功能，但确实是最重要的。因为银行所依赖的货币市场，是银行相互之间为了解决短期内出现的资金余缺而进行相互调剂的主渠道。同样，货币市场工具交易平台也能够为银行相互之间直接进行投资提供方便，而且银行也可以使用债务工具经过二级市场交易轻易转移债务。

^① ISRA, op. cit., pp. 357 - 358.

^② 传统金融称之为“同业拆借市场”，由于传统同业拆借市场基于利率，而与沙里亚原则背道而驰，因此在伊斯兰金融市场上主要以投资模式进行交易。

总体而言，伊斯兰同业投资市场是伊斯兰货币市场上最大的组成部分，也是同业隔夜投资市场的亚成分。在活跃的同业投资市场上，央行能够及时获得决定公开市场操作额度的信号和信息。此外，在同业隔夜投资市场上，伊斯兰金融机构为每天出现的资金余缺进行相互调剂。目前，在伊斯兰同业投资市场上，符合沙里亚的模式有3种，即穆达拉白、商品穆拉巴哈和沃卡拉（Wakalah，即代理）。至于应用于银行同业间的穆达拉白投资模式，则是由合同双方以预先议定的利润分享比例（比率）签约，多头寸行作为资金供应方（Rabbul Mal）将其盈余的资金短期投给作为资金管理者的缺头寸行（Mudharib），而同时缺头寸行也是其他项目的投资者。根据穆达拉白合同原则，合同期内如果资金出现任何亏损，损失将由多头寸行承担，而缺头寸行的损失则体现在时间和劳作付出方面。^①

其次，伊斯兰金融机构为了解决相互之间流动资金短期余缺的问题，还推出了商品穆拉巴哈模式。实际上，该模式是伊斯兰银行将盈余资金投资于央行而最初推出的流动资金管理模式。在伊斯兰货币市场上，特别是在阿拉伯海湾国家和伦敦金属交易所，使用最频繁的模式便是商品穆拉巴哈。简言之，该模式通过应用泰宛如格合同营运。根据该合同，甲、乙、丙三方需签订两份独立的销售合同，并且通常应用于商品成本加价协定。在此交易中，投资者（甲方）以现货即期销售价购买商品，并以延期销售价把该商品卖给顾客（即乙方）。而乙方则再以现货即期价把该商品出售给第三方（丙方，即商品经纪人）^②。

再次，在伊斯兰银行之间，通常也应用沃卡拉投资模式来管理银行同业间的流动资金。在此模式下，投资行（Muwakkil，即委托方）委派接受投资行（Wakil，即受托方）作为代理，代表投资行在符合沙里亚的项目中投资。作为代理，接受投资行将及时通知投资行有关资金配置所产生的预计利润。至于超出预计利润之外的任何利润，则由投资行收取，同时接受投资行也有权从获得的利润中收取代理费用。此外，除接受投资行故意的不当行为或重大过失而导致的风险之外，投资行作为委托方应当承担与交易有关的所有风险。

^① Rosly, Saiful Azhar, *Critical Issues on Islamic Banking and Financial Markets*, 3rd ed., Kuala Lumpur: Dinamas Publishing, 2010, p. 597; ISRA, op. cit., pp. 361 - 364.

^② ISRA, op. cit., pp. 365 - 369.

从交易平台的角度来讲，伊斯兰货币市场的宗旨在于通过发行与购买各种金融工具，来促进货币市场上的流动资金配置。就货币市场工具可在二级市场上交易而言，要比同业投资显得更加灵活，因为对于银行来说，在已购买的金融工具到期之前，就可以出售。同时，由于活跃的二级市场促进了货币市场工具到期前的交易，从而可降低变现风险，并加强市场的有效性。在实践中，伊斯兰货币市场上发行的工具都应用了符合沙里亚原则的合同，例如穆达拉白、穆沙拉卡、穆拉巴哈、沃卡拉、远期价格、易佳拉（Ijarah，即租赁）、赛莱迈（Salam，即期货型）和伊斯提思纳（Istisna'，即订制生产型）等。

（二）伊斯兰资本市场

作为活力充沛的资本市场，其最主要的功能是为政府和企业提供具有选择性的资金来源和渠道，以实现更广泛的投资目的。此外，由于资本市场工具能够在次级市场上交易，因此也是个体投资者获取流动资金的主要途径。自 20 世纪 70 年代起，伊斯兰金融体系开始营运商业银行，并逐渐通过进军国际资本市场的主要领域，即债务市场和股权市场，^① 而成为伊斯兰金融资源有效调动和优化配置必不可少的要素。

虽然伊斯兰资本市场总体上类似于传统资本市场，但是前者的核心要素与沙里亚原则密不可分。因此，在伊斯兰资本市场上的工具，如伊斯兰权益性证券和无息债务性的证券等，都基于沙里亚原则，而且伊斯兰银行业务投资对该市场也起到了重要的补充作用。近年来，随着全球对伊斯兰金融认识的不断增强，以及对符合沙里亚的产品和工具投资需求迅速增加，致使伊斯兰资本市场得到了蓬勃发展。当今，在伊斯兰资本市场上的产品和服务种类繁多，如苏库克、伊斯兰股票和基金，以及伊斯兰房地产投资信托基金和伊斯兰风险管理产品等。鉴于苏库克是伊斯兰资本市场上发展最为迅速，而同时伊斯兰股票的发展又是最缓慢的两种金融工具，因此本文将重点对这两种工具进行详述。

就伊斯兰股票而言，1995 年道琼斯伊斯兰市场指数（Dow Jones Islamic Market Indexes - DJIM）的诞生、1996 年马来西亚拉希德·侯赛因银行的伊斯

^① Gray, R. and Ismail, A., "Regulating Islamic Capital Markets", in Archer, S. and Abdel Karim, R. A., *Islamic Finance: The Regulatory Challenge*, Singapore: John Wiley and Sons, 2007, pp. 282 - 287.

兰指数 (Rashid Hussein Bank – RHB Islamic Index), 以及后来吉隆坡沙里亚股价指数 (KLCI Shariah – Compliant Index) 的颁布, 确定了伊斯兰股票市场需符合沙里亚与道琼斯指数筛选的参数和原则。此外, 相关沙里亚原则的制度化, 使伊斯兰股本证券投资、有价证券和债务市值等, 在严格遵守沙里亚原则的情况下取得了一定的发展^①。

众所周知, 沙里亚严厉禁止风险转嫁的利息性债务合同, 并以风险分担的股权合同取而代之。由于伊斯兰金融本质上是一种以股权为基础的金融体系, 因此该体系的成功运作需要充满活力的资本市场。为了适应该体系, 伊斯兰银行设想了一套双层银行体系。其一, 银行系统接受以保管为目的的存款, 从而保护了金融的支付系统; 同时也限制了银行系统的信贷创造力, 从而避免了传统银行部分准备金制度所需要的存款担保。其二, 投资成分起到的是古典金融中介机构的功能, 即把储蓄导向投资项目, 因此存款被投资银行视为权益股份, 在到期日无面值担保, 并须遵守利润共享和亏损分担的原则。银行直接投资于经济所有环节中的实体项目 (除沙里亚所禁止的行业, 如赌博、烟酒和色情等之外), 并分享伴随项目而产生的风险。对于类似这样的金融机构来讲, 充满活力的资本市场是必不可少的, 以便发挥其作为伊斯兰金融中介机构理应发挥的核心作用。

当代著名伊斯兰经济学家阿巴斯·密拉胡尔^② (Abbas Mirakhor) 认为, 促进风险分担的重要元素是充满活力的资本市场。具体而言, 通过综合性的股市, 伊斯兰金融将会更容易实现推动风险分担原则的预想目标。然而, 许多穆斯林发展中国家虽有银行系统, 但缺乏股市。原因之一是生产项目的创业能力和投资实际储蓄量具有局限性。此外, 许多市场还存在着导致高额交易成本的信息和治理问题。因此, 发展股市可形成针对生产性投资调集储蓄的主要渠道, 因为股市能够通过非银行渠道, 即证券交易所和场外交易市场, 来加强金融中介机构。纵观历史, 股市在大多数工业国家的发展进程中发挥了重要的作用, 因为股权资本是所有国家企业资金的源泉。同时, 投资者在股市可能是企业的首要创始人, 因为他们的目的不是投机或短期的盈利, 而

^① Rosly, Saiful Azhar, op. cit., pp. 363 – 365.

^② 本文出现的许多基本论点, 都来源于本人与阿巴斯·密拉胡尔先生共同撰写的题为《伊斯兰与传统金融认识论基础》的论文。此论文于 2013 年以首章刊登在世界银行的《经济发展与伊斯兰金融》专刊上。此外, 在上述论文撰写过程中, 承蒙阿巴斯先生慷慨指导, 特此深表感谢。

是要建立富有生产能力的公司，从而产生真正的商品和服务，提供就业机会，并确保商业持久经营。当然，投资者也可以是寻找投资的个人和实体，也可能是机构，如养老基金和捐赠基金等。^①

至今，伊斯兰金融市场已研发了大批安全合理，且符合沙里亚要求的短期流动工具。然而，至今还没有真正符合伊斯兰要求的股市模式得到运行。伊斯兰金融工具缺少类似市场，在一定意义上说明伊斯兰金融市场出现了失灵，但同时也证明了巨大的潜在需求，这一缺憾已得到学者们和从业者的重视。近几年，马来西亚政府对建立该市场做出了巨大贡献。具体而言，在伊斯兰金融发展进程中，马来西亚政府以其显著资源、承诺、信誉、对所需工具的创新举措，以及在发展伊斯兰股市中起到的作用，无疑将进一步激励、促进和推动以风险分担为原则的中长期投资工具的发展和繁荣。在此背景下，各国政府，尤其是伊斯兰国家的政府及其相关部门，通过制定中长期、高回报、风险分担型金融工具的政策，激励金融机构在继续研发市场短期流动工具的同时，也应当相应地研发中长期的政府票据，并通过深化股市使这些工具上市交易。^② 通过风险分担模式，企业的剩余股份以股票形式在市场上进行交易，买空卖空将受到限制和监管，并使其他风险最小化。

如果说伊斯兰金融是真正的风险分担型金融，那么股市是其风险分担首屈一指的工具和平台，也可以说是“最成熟的风险分担市场化机制”^③。发展有效的股市实际上可以配合和补充其他现存的各种伊斯兰金融工具，并且会为大中企业募集长期资金开辟道路。充满活力的股市将促进管理和分散非市场风险，并将削弱银行垄断和减少债务融资，从而使金融体系有效避免风险集中。^④ 因为当非市场风险具体化时，就会影响到个人和企业的流动资金。随着股市的活跃，个人可以通过出售所拥有的权益股份，在股市上缓冲非市场流动性的冲击。企业还可以通过在股市中的积极参与来减少自己的非市场风险和流动性风险。参与者可以通过持有多元投资组合的股票，来降低由自己

① Askari, H., Iqbal, Krichne, N. and Mirakhor, op. cit., pp. 115 - 116.

② Ibid., p. 124.

③ Askari, H., Iqbal, Krichne, N. and Mirakhor, op. cit., p. 117; See also Mirakhor Abbas and Wang Yongbao, op. cit., p. 45; Brav, A. G. M. Constantinides, and C. C. Geczy. "Asset Pricing with Heterogeneous Consumers and Limited Participation: Empirical Evidence", *Journal of Political Economy*, Vol. 110, No. 4, 2002, pp. 793 - 824.

④ See Sheng, *From Asian to Global Financial Crisis*, New York: Cambridge University Press, 2009.

操作风险而导致的回报率风险，例如生产风险等。因此，对于有效项目的长期投资激励就会产生。更重要的是，通过积极参与股市，个人和企业可以减轻由于流动性风险和生产率冲击给自己的资产带来不必要和过早清算的风险。^① 此外，对技术专业化的高水平发展，积极和充满活力的股市也将产生强烈的激励因子，由此整体经济生产力也将得到提高。如果没有经过股市来分担金融系统的强大风险，企业就会因为担心行业需求冲击的风险而逃避更深层次的专业化。^② 股市之所以是风险分担最有效的工具，因为每一个股份都代表了剩余权益索取权。

综上所述，可以认为伊斯兰金融市场的实际与理想不符。本质上来讲是市场失灵，即市场缺乏权益共享。强有力的政府政策行为，可以为伊斯兰金融市场完善其金融工具建立激励机制。虽然该市场已经研发了大量既安全合理，又符合沙里亚原则的短期金融工具，但仍然像 30 多年前一样，还是缺少一个对伊斯兰金融工具有着大量需求的股票市场。目前为止，伊斯兰股市建立最成功的典范要数马来西亚，其特点在于政府强力推动、企业成功落实。而此成功典范背后最重要的因素，则是使伊斯兰银行崭露头角的人力资本、监管结构和金融基础设施。在 30 多年相对较短的时间内，马来西亚典范显示出可作为其他国家未来发展伊斯兰金融的样本。具体来说，这种模式为研发风险分担型中长期工具开辟了成功途径，并将有力推动伊斯兰金融向前发展的进程。^③

至于伊斯兰资本市场最大的组成部分——苏库克，则是发展最迅速的伊斯兰金融工具。人们通常以阿拉伯语单词“Sakk”的复数“Sukuk”来代表伊斯兰证券，即金融义务的凭证，或类似于资产或商业投资中的信用证。^④ 然而，苏库克却通常被人们译为“伊斯兰债券”，其实苏库克并不具有“债”

① Pagano, M., “Financial Markets and Growth: An Overview”, *European Economic Review*, Vol. 37, 1993, pp. 613 – 622.

② Saint – Paul, G., “Technological Choice, Financial Markets and Economic Development”, *European Economic Review*, Vol. 36, 1992, pp. 763 – 781.

③ Askari, H., Iqbal, Krichne, N. and Mirakhor, op. cit., pp. 115 – 124; Mirakhor Abbas and Wang YongBao, op. cit., pp. 44 – 46.

④ Kamil, W. A., “Introduction to Sukuk”, in R. Ratings, *Malaysian Sukuk Market Handbook – Your Guide to the Malaysian Islamic Capital Market*, Kuala Lumpur: RAM Rating, 2008, pp. 21 – 49; ISRA, op. cit., p. 390.

的意思，而是一种投资形式^①，因为根据沙里亚，借贷不可涉及任何形式的利息。^②此外，苏库克也通常被业内人士称作“资产基础性工具”（Asset - Based），以说明苏库克不是基于借贷，而是与实物资产紧密相连。因此，本人认为最好使用该术语的音译，即苏库克，或者保留英文字母的拼写（即“Sukuk”），以免产生概念混淆。此外，苏库克作为“资产基础性工具”，其结构不同于“资产担保性工具”（Asset - Backed），原因有三：第一，前者的资产主要是代表对沙里亚宗旨的履行，而不只是作为单纯的利润和资金的来源，所以信用风险评估通常以义务赎回苏库克而面向实体（发行者）。然而，在某些情况下，通过购买承诺协议，该任务也可能落在发起人（创办人）、保荐人或承租人的身上，而在此情况下对该资产的分析将是相应的，而且发行者的信誉值也将成为影响苏库克等级和质素的关键。相对而言，后者是典型的非资源型苏库克，其信用风险将仅由相关资产的业绩和信誉值来决定，如该资产的现金流量，以及在不同的情况下，预期值在到期时给定的压力状况等。此外，其信用风险状况实际上已经与该资产的发起人发生了脱节，并且仅取决于相关资产的业绩。^③

第二，在资产担保性苏库克中，投资者享有资产的担保，受益于某种形式的安全或享有资产留置权，因此要比其他无担保的债权人享有优先的地位。也就是说，倘若发行人违约或无力偿债时，苏库克票据的持有人可通过控制资产的最终价值来收回自己的投入。同时，这种苏库克的存在也需要证券化元素，即真实销售、破产隔离和证券的强制性等。比较而言，在“资产基础性苏库克”中，发起人承诺在苏库克到期时，或者在预先定义合同终止事件发生时，以相等于本金的金额从发行者手中购回资产。在这样的回购承诺中，相关资产（或资产组合）的市场真实价值与苏库克票据的持有者无关，

^① See Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, *Shari' a Standards For Islamic Financial Institutions*, Bahrain: AAOIFI, 2010, p.307; Islamic Financial Services Board, *Revised Capital Adequacy Standard For Institutions Offering Islamic Financial Services*, Malaysia: IFSB, 2012, p. 99; Securities Commission Malaysia (SC), *Guideline on the Offering of Islamic Securities*, 2004, A-4; SC, *Islamic Securities Guideline - Sukuk Guideline*, 2011, p. 5; SC, *Guidelines on Sukuk*, 2012, p. 5. Kahf, *Monzer, Asasiyyat al - Tamwil al - Islami*, Malaysia: ISRA, 2011, pp. 242 - 243.

^② 参见《古兰经》第二章第 275 节。

^③ Mohd Noor, L., “Sukuk Rating - General Approach, Criteria and Methodology”, in R. Ratings, *Malaysian Sukuk Market Handbook - Your Guide to the Malaysian Islamic Capital Market*, Kuala Lumpur: RAM Ratings, 2008, p. 152.

因为既定金额必须与票据等值。在这种情况下，无论是从资产的内部来源，还是从再融资能力来讲，该票据持有人对于资产没有任何特殊的权利，而是完全依赖于发行者还款的信誉。因此，如果发起人无法履行其义务来购回资产，那么对于其他债权人来讲，票据持有者没有任何优先地位，或者说对于其他无担保的债权人，没有任何弱势的地位，这一点强调了购买承诺，把任何其他发起人的高级无担保责任列为同等地位的重要性。^①

第三，从证券化所需的基本元素来看，资产担保性苏库克与资产担保性证券极为相似。意欲募集资金的发起者，根据法律进行真实出售的相关规定，把创收资产销售给特殊目的机构（Special Purpose Vehicle - SPV）。同时作为依据法律真实出售的结果，投资者（即苏库克持有者）享受破产隔离，然而假如发起者面临破产，那么发起者的债权人则不可以从苏库克持有者那里收回资产。因此，基础资产是苏库克持有人唯一的诉诸，相关资产的实际业绩将决定苏库克持有人的回报。如果基础资产正处于执行中，而相关资产又面临着破产，那么苏库克持有人的报酬将不受干扰。反之，如果相关资产的执行效果不良（受损），那么苏库克持有人将受到影响，因为对于发起者来说，持有人没有追索权。比较而言，对于资产基础性苏库克来讲，尽管资产被用于证券化结构中，但并不一定会给苏库克持有人带来回报。通过信用增强手段（如购买承诺），苏库克持有人的诉诸不是资产，而是发行人。如果该资产执行不力，那么发行人仍需通过实行信用增强来支付预期收益。此外，由于合同要求只能把资产销售给发行人，因此如果发行人违约，那么苏库克持有人只有有限的处置权。^② 总之，在传统的证券空间，“资产基础性苏库克”在很大程度上效仿了传统债券的某些发行行为，但这些行为并没有违反沙里亚原则，因此属许可行为。

至于苏库克的基本特点，则可以总结为^③：（1）苏库克在具有预期收益的实物资产所有权中代表普通股份；（2）以苏库克作为代表的实物资产可以是有形或无形资产、用益权或服务，也可以是多个专用于特定投资资产的组合；（3）发行的苏库克不可代表发行人的债务，因此苏库克不是对发行人提

^① Lotter, Phillipp & Howladar, Khalid, *Understanding Moody's Approach to Unsecured Corporate Sukuk*, Dubai: Moody's Investors Service, 2007, pp. 5 - 6.

^② ISRA, op. cit. , pp. 400 - 402.

^③ Kahf, op. cit. , pp. 244 - 245.

供的贷款，但是苏库克持有者的所有权可以以等量的现金把商品转换为债务，如穆拉巴哈型苏库克，或者以现金形式转换为特定的债务，如赛莱迈苏库克；（4）苏库克的发行必须以符合沙里亚的合同为基础；（5）根据沙里亚合同的不同特点、条件和要求等，苏库克的收益有时可以分为固定与非固定两种类型；（6）鉴于苏库克代表的是实物资产，而且苏库克具有实物资产的所有风险，因此资产的风险责任应由苏库克持有人自己承担；（7）苏库克交易服从于其所代表的资产的性质。根据沙里亚合同的变更，这些资产也可以发生变化。换句话说，在项目的不同阶段，可以应用不同类型的合同，如穆拉巴哈、赛莱迈和伊斯提思纳合同下的苏库克，或者可根据投资的性质来决定，如代理投资型（Istithmar bi al - Wakalah）。与此同时，资产的更迭须取决于苏库克的交易条件；（8）苏库克的发行应当与发行国的国家法律相适应，并且根据本地和国际证券交易所的相关规定进行注册登记。

虽然以沙里亚合同为基础的苏库克种类丰富多彩，^①但是从沙里亚的观点来看，对合同的选择并不存在优选性，因此发行机构除了满足沙里亚合同的要求和条件之外，还应考虑发行的经济目的、资产的可用性、公司的债务情况，以及法律构架等；因此发行类别无须拘泥于合同类型，如公司苏库克，可发行成本加价和租赁型；而在可转换苏库克类型中，则以盈亏分摊和股本参与等合同发行。^②

在国际上，最受欢迎的苏库克要属租赁型（Ijarah），这是因为它满足了沙里亚以有形资产为基础的所有条件。此外，值得注意的是，几乎所有的政府租赁型苏库克，包括主权苏库克，都赢得了超额认购，而且在大多数情况下，超额认购都是原发行规模的好几倍。以 2009 年为例，全球租赁型苏库克的发行规模几乎占了整个苏库克市场的 46%。^③

众所周知，在销售型合约中，交易完成的瞬间，商品的所有权也同时得到了转让。但在租赁合同下，商品的所有权并没有转移。在伊斯兰资本市场上，租赁型苏库克最常见的结构应用了售后回租的结构。因此，发行人想要

① SC, *Malaysian Debt Securities and Sukuk Market: A Guide for Issuers & Investors*, 2009, pp. 34 - 38; Kahf, *op. cit.*, pp. 237 - 242.

② 鉴于苏库克的种类繁多，本文只以最具影响力的租赁型苏库克案例来分析具体营运模式。

③ “Standard & Pooors’ and Zawya”, see <http://www.stanardlandpooors.com> and <http://www.zawya.com>, 2009 - 12 - 31.

通过租赁型苏库克来募集资金，最重要的是要确定出售并回租的资产。在此结构中，发起人首先建立特殊目的公司（Special Purpose Company - SPC）^①，由特殊目的公司向投资人发行苏库克，同时用获得的收益向供应商（或制造商）购买资产。此时，特殊目的公司是该资产的所有者，由其以定期租金形式把该资产出租给发起人。此后，再由特殊目的公司把获得的租金支付给投资人，以作为对该苏库克投资的回报。

值得注意的是，在该结构中通常会嵌入一份销售型合同，这使发起人能够在租赁期结束时从特殊目的公司处回购该资产。此外，从沙里亚的观点来讲，销售价格不应该是预先确定（或固定）好的，而是应当在租赁期结束时，根据市场状况来决定。^② 我们可以通过以下案例示意图进一步说明租赁型苏库克的结构：

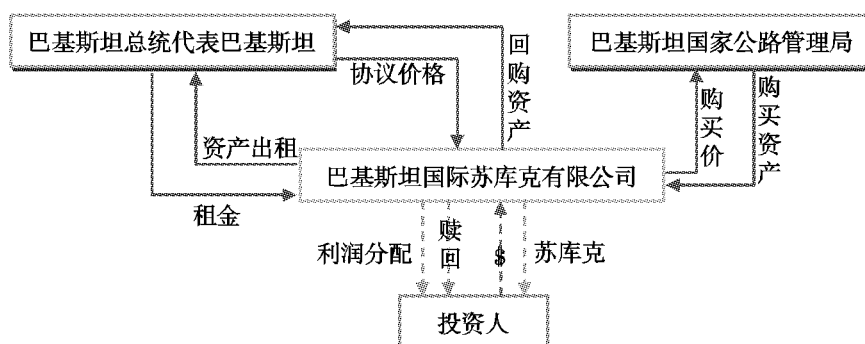


图1 租赁型苏库克的结构

资料来源：Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance*, England: John Wiley and Sons, 2007, p. 413.

图1为2005年1月巴基斯坦政府发行的第一只价值6亿美元的政府租赁型苏库克。该政府首先建立了特殊目的公司（SPC），即巴基斯坦国际苏库克有限公司（Pakistan International Sukuk Company Limited - PIS）。该公司其后向国家公路管理局（National Highway Authority）购买公路用地（M-2高速公路）作为证券发行资产，然后向投资者发行租赁型苏库克。之后由巴基斯坦

① 特殊目的公司是特殊目的实体（Special Purpose Entities - SPE）的一种表现形式，另一种表现形式是特殊目的信托（Special Purpose Trust - SPT）；“SPE”在欧洲称之为特殊目的机构（Special Purpose Vehicle - SPV）。

② INCEIF, *Shari'ah Issues in Islamic Finance*, Kuala Lumpur: INCEIF, 2011, pp. Unit 2/6 - 12.

国际苏库克有限公司把购得的资产出租给巴基斯坦政府，并向后者收取租金。根据协议，巴基斯坦政府定期向巴基斯坦国际苏库克有限公司支付租金，以偿还由该苏库克所产生的定期负债。在苏库克到期时，巴基斯坦政府将按照协议价从巴基斯坦国际苏库克有限公司处回购上述资产，以便赎回所发行的苏库克。此外，其收益率以伦敦银行同业拆放利率（London Inter - Bank Offered Rate - LIBOR）6 个月为基准，收益率为 220 个基点。^① 值得一提的是，该苏库克被标准普尔评级服务公司评为“B⁺级”苏库克，^② 而且在该苏库克发行后不久就吸引了价值 12 亿美元的订单。

从全球苏库克的发展趋势来讲，根据马来西亚国际伊斯兰金融中心（Malaysia International Islamic Finance Centre - MIFC）2013 年 7 月发布的全球苏库克第二季度报告显示，苏库克的发行量将持续增长，在 2013 年上半年累计发行的 345 亿美元基础上，预计将增加 266 亿美元的发行量。然而，由于 6 月的发行量有所下降，全球苏库克的发行势头可能会减弱，但是与同期相比，苏库克的收益率将飙升至 25 个月以来的新高。^③ 此外，根据该中心的报告，作为市场参与者对经济增长前景的消极反应，以及对美国（世界上最大的债券市场）货币政策的过分担忧，致使全球债券市场波动不定，但当年全球苏库克市场依然表现坚挺。

值得注意的是，由于收益率全线上涨，苏库克的发行势头将一直保持上升趋势，2013 年上半年第一季度的 345 亿美元发行量加上第二季度约 226 亿美元的发行量，累计发行量将为 611 亿美元。与 2012 年的同期发行量相比，2013 年的发行量有所偏低，主要是因为 2012 年 1 月为苏库克市场在该年度发行量最大的月份。以月为测算基础，我们还可以看到，自 2013 年 1 月以来，苏库克一级市场超过了以前各年每月的发行量，但在 6 月出现了明显的放缓。

在国际上，2013 年上半年，马来西亚国内市场在第二季度发行了价值 184 亿美元的苏库克，沙特阿拉伯的发行量为 45 亿美元，阿拉伯联合酋长国联为 14 亿美元，合计构成了全球苏库克一级市场发行总量的 91.0%。由于主

① Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance*, England: John Wiley and Sons, 2007, pp. 413 - 414.

② See <http://www.standardandpoors.com>, 2013 - 12 - 08.

③ See Malaysia International Islamic Finance Centre - MIFC, *Insights Global Sukuk Report 2Q*, July 2013, See <http://www.mifc.com>, 2013 - 12 - 08.

权苏库克发行量的减少，自 2013 年上半年以来，在大多数国家（阿联酋除外），以美元发行的苏库克走势偏低。其次，与 2012 年相比，公司类苏库克发生了 53.5% 的大幅下跌，而马来西亚发行的该类苏库克也下降 11.4%。除了政府发行的苏库克之外，在 2013 年上半年内，苏库克一级市场上也出现了许多其他种类的苏库克，如电力、公用事业、工业制造，以及金融服务行业等，合计发行规模为 59 亿美元。至于政府发行的苏库克，在 2013 年上半年，则占了市场总额的 65.6%，同比增长为 10.8%；在此期间，电力和公用事业类型的苏库克则占了 13.6%，同比增长为 90.5%。截至 2013 年 6 月底，全球未偿苏库克已达 2 453 亿美元，同比增长 7.0%，与 2012 年年底的 2 293 亿美元相比增长了 16.4%。同时，马来西亚苏库克次级市场依然占据着最大的份额，总金额为 1 482 亿美元，占全球市场的 60.4%。根据汇丰/纳斯达克收益指数显示，在 2013 年第二季度，苏库克的整体收益率大幅上升，同比增长为 43.0%，超过了 25 个月以来的最高水平。^①

从交易的角度来讲，如果苏库克上市，则处于一级市场，而要在次级市场上交易，则往往采取场外市场交易方式。此外，近来还有另外一种交易方式也呈上升趋势，即电子交易，例如马来西亚股票交易所于 2008 年推出了电子交易平台，一些苏库克可以通过此平台上市交易。2009 年沙特股票交易所推出了苏库克和传统债券自动化交易平台。2010 年英国伦敦股票交易所推出了零售苏库克订单，以便投资者能够以交易股票的方式交易特选的一些苏库克。尽管如此，如果没有足够的供给，那么交易也就无从谈起。例如，沙特虽然设立了债券交易平台，但是 2009 年的苏库克交易量并不理想，当时只有 6 种类型价值 287 亿里亚尔（沙特货币）的苏库克可以交易，而且大部分都是由机构投资者持有。总而言之，除了苏库克交易中的沙里亚相关规定之外，其他一些因素对苏库克也产生了不可忽视的影响，如市场上的发行规模、发行频率、投资类型、投资者的风险偏好和交易平台等。因此研究这些因素，将对苏库克的发展起到推波助澜的作用。^②

众所周知，金融危机给世界经济造成了巨大的负面冲击。虽然伊斯兰金融业未受直接影响，但是由于金融危机的渗透，苏库克在市场上也出现了违

^① See <http://www.bloomberg.com>; <http://www.zawya.com>, 2013 - 12 - 09; <http://www.islamicfinanceservice.com>; <http://www.kfhresearch.com>, 2013 - 12 - 09.

^② ISRA, op. cit., p. 440.

约现象。根据伊斯兰金融信息服务机构 (Islamic Finance Information Service - IFIS) 关于苏库克违约的数据显示,截至 2010 年 4 月底,在全球苏库克市场上,只有 16 家发行者发生了违约,违约总金额为 15.6 亿美元。如果以此数据与全球苏库克的发行总量 (1 610 亿美元) 做比较,我们会发现,其中违约金额仅占了该市场发行总量的 0.97%。而在 15.6 亿美元的违约行为中,沙特的赛阿德金带苏库克 (Saad Golden Belt Sukuk) 占的比例最大,即 6.5 亿美元,相当于 41.7%。其次是科威特和马来西亚,各占 19% (约为 3 亿美元)。此外,伊斯特卡梅伦公司 (East Cameron) 把美国也拉进了违约者的行列,其违约金额约占了 11%,同时巴基斯坦的两家发行公司也陷入了困境,即新联合电子公司 (New Allied Electronics) 与枫叶水泥厂 (Maple Leaf Cement Factory),两家公司的违约金额约占了 10%。^①

概括而言,首先,苏库克虽然基于沙里亚原则,但是不会因此就完全具备免疫功能,它也会面对违约风险,只是这种风险的比率要低于传统证券。其次,在苏库克违约行为中,对于如何保护投资者的利益,也引起了学者和业内人士越来越多的关心和重视。例如,伊斯特卡梅伦公司发行的穆沙拉卡苏库克在发生违约后,该公司向西路易斯安那州法院提出破产申请,该法院根据美国破产法认定,该苏库克的结构是根据美国法律设计,既无销售承诺,也无流动性工具介入,其销售为真实销售,因此为发行该苏库克而使用的标的资产不应当包括在破产财产之内。就此而言,苏库克持有者的权益得到了保护。^②

结 语

理想的伊斯兰金融体系以风险分担为核心原则,因此所有的金融资产都拥有索取权、一切具有固定和浮动利率的债权证券都不存在。伊斯兰金融机构既不与顾客签订带有利息的贷款合约,也不对货币进行扩张和紧缩。在伊斯兰金融市场上,既无金融投机,也无债务买卖。

伊斯兰金融市场犹如传统金融市场一样,也由货币市场和资本市场构成,

^① ISRA, op. cit., pp. 443 - 444.

^② Ibid., p. 445.

但是前者在市场上的金融工具及其模式都以沙里亚合同为基础。然而，伊斯兰金融产品在发展过程中也受现代金融理念的制约。因此，伊斯兰金融市场实际反映出的是沙里亚原则与现代金融的兼容性和排斥性。

40多年来，虽然伊斯兰金融在国际市场上得到了广泛的认可，但是就其市场上的金融工具及其模式而言，大都属于短期类型，而长期类型金融工具的发展则显得非常缓慢，这不但不利于长期项目的投资，也会影响经济的总体发展，甚至会产生极大的危害，全球金融危机便是最好的经验教训。因此，伊斯兰金融市场所面对的最大挑战，是如何发展具有风险分担性质的金融工具。

笔者认同许多当代伊斯兰金融学家的观点，即除了研发伊斯兰货币和资本市场上的短期工具之外，伊斯兰金融界应当大力发展股票市场，来增加投资者对资金流动性、安全性和盈利性的信心。沿着这条思路推出新方案，并依据金融工具发展规律，应对交易中出现的各种情况和难题。

最后，由于我国目前对于发展伊斯兰金融仍处于初期阶段，为此笔者提出以下几点借鉴：第一，建立伊斯兰金融监管体制。国内伊斯兰金融营运试点不成功的主要原因在于缺乏类似的监管体制，因此政府可参考非伊斯兰国家（如英国）的一些实际操作办法，来推动我国伊斯兰金融业的发展。具体而言，在试点金融机构中设立沙里亚顾问委员会，招募伊斯兰法学专业人才来负责试行模式的正常运作；第二，剔除糟粕、吸取精华。目前的伊斯兰金融体系并非完美无缺，因为在其发展进程中还或多或少地存在着不符合沙里亚原则的成分，所以我国发展伊斯兰金融可以与国际权威伊斯兰金融机构加强联系，吸取其成功经验，并结合我国实际情况进行试点营运；第三，设立相关研究机构。鉴于人们对伊斯兰金融需求的日益增长趋势，随之而来的新问题和困扰也不断出现，因此建立相关研究机构来组织研究新问题，提供切实可行的解决方案，发展对相关从业人员的培训，并且编纂和出版相关文献。当然，研究机构需要专业人才，而伊斯兰金融又是一门结合伊斯兰法学知识与现代金融理论的新学问，因此相关部门应重视新学科的战略发展，并与国际相关学术界加强联系，针对性地为我国培养伊斯兰金融专业人才。

Islamic Financial Markets and Their Operational Models Under the Risk – Sharing Principle

Wang Yongbao

Abstract: The Islamic financial system which is based on risk – sharing principle has shown a remarkable trend in the world. The financial markets established by the system, in fact, reflect the compatibility and exclusiveness between the modern finance and Shari ‘ah. Their compatibility is the former’s richly accumulated experiences have been applied by the latter on developing the financial instruments and markets that comply with Shariah principles, so as to promote the overall economic development. Their exclusiveness is of the former’s interest – based system, while the latter strictly prohibits any form of interest and becomes opposite. Furthermore, the Islamic financial markets and their operational models, in accordance with the risk – sharing principle, have reflected the philosophy of “a return coexists with responsibility”. In the light of these characteristics, this article studies the Islamic finance through risk – sharing principle to further reveal the core components of the system, i. e. , the Islamic money market and capital market.

Key Words: Islamic Financial System; Risk – Sharing; Islamic Financial Markets; Shari ‘ah; Sukuk

(责任编辑: 樊小红 责任校对: 詹世明)