



Lomonosov Moscow State University

Moscow, Russian Federation

<http://www.econ.msu.ru>

Preprint series of the economic department 0001/2025_RUS

Об особенностях биржевой торговли в условиях исламской финансовой модели

Магомет Яндиев

МГУ имени М.В. Ломоносова

Аннотация: В статье проведен анализ биржевых торгов на предмет выявления спекулятивных и инвестиционных сделок с акциями на примере Московской биржи. Проанализированы котировки тики 15 эмитентов за два месяца 2023 года. Установлен преимущественно спекулятивный характер биржевой торговли и выявлено несоответствие спекуляций на бирже требованиям исламских финансов. Даны предложения о приведении механизма торгов к соответствию с требованиями шариата (исламской финансовой модели).

Ключевые слова: исламские, финансы, банкинг, спекуляция, фондовая биржа, количество сделок, акции

Коды JEL: G1, G2, Y80, Z12

1. Введение

Исламская финансовая модель (ИФМ) не отрицает существование ценных бумаг и их биржевой оборот. В соответствии с этим во многих странах, где в то или иной форме реализована ИФМ, существуют фондовые биржи. Порядок организации торгов и технологии их работы не имеет каких-либо значимых отличий от фондовых бирж, существующих в странах с полностью традиционной финансовой системой. Это связано с тем, что ИФМ не выставляло к настоящему времени никаких требований к организации торгового механизма бирж и поэтому все «исламские» биржи полностью копируют порядок и способ торговли, принятый на европейских и американских фондовых биржах.

Проведенный автором анализ показал, что такое слепое заимствование приводит к нарушению основополагающих принципов шариата и недопустимо в рамках ИФМ. Поэтому цель данного исследования: определить соответствующие ИФМ принципы организации биржевых торгов.

Источник котировок – сайт компании Финам, finam.ru/.

2. Обзор литературы

Поиск научной литературы по ключевым словам «ислам, биржа, спекуляция», а также «акции» на сайте библиотеки РИНЦ ожидаемо результатов не дал, а поиск по базе библиотеки SSRN (www.ssrn.com) привел, в конечном счете, к шести работам.

Самая ранняя работа [1] относится к 1984 году, ко времени, когда индустрия исламских финансов только начинала развиваться. Статья была опубликована в авторитетном арабском журнале и ее основной вывод был четким и однозначным: фондовая биржа, безусловно, нужна в исламской экономике, но спекуляция на ней не совместима с нормами шариата. Осуждалась такая форма организации биржевых торгов, когда колебания цен на акции не были связаны с экономическими показателями предприятия. Для противодействия спекуляции предлагалось, помимо прочего, рассмотреть возможность установления максимальных цен на акции.

Казалось бы, вопрос закрыт - спекуляция недопустима - и возвращаться к нему нет необходимости. Однако десять лет спустя выходят две статьи, авторы которых «идут на попятную» в вопросе осуждения спекуляции на фондовых биржах. Появление таких работ можно объяснить трудностями, с которыми сталкивались организаторы исламских бирж, стремившиеся к полноценному соблюдению требований шариата. За десятилетие был получен значительный практический опыт и он требовал объяснений.

В статье [2], опубликованной в 1993 году, некоторая спекуляция допускается, но при этом автор предлагает в качестве контрмеры ввести повышенное налогообложение прироста капитала, полученного в ходе купли-продажи акций за короткий промежуток времени. Кроме того, предлагалось установить запрет на быстрый рост/падение котировок акций.

Через два года выходит статья [3], автор которой утверждает, что «спекуляция, хотя и не всегда «похвальна», но не должна постоянно подвергаться упрекам: в ней есть как благоприятные, так и неблагоприятные аспекты». Например, по мнению автора спекуляция помогает стабилизировать цены. При этом делается попытка задать критерии допустимой спекуляции: «спекуляция ошибочно приравнивается к азартной игре, это не обязательно так, но чем меньше информации доступно профучастникам, тем больше спекуляция становится близкой к азартной игре». Пытаясь доказать значимость спекуляции для рынка, автор высказывает крайне спорную, на наш взгляд, мысль: «Спекулянты, которые более информированы, чем другие, важны как источник информации». Как будет происходить перераспределение информации автор не поясняет.

Обе работы не остались незамеченными и на следующий год выходит статья [4], в которой как бы подводя итог констатируется продолжающееся доминирование на исламских биржах спекулятивных мотивов, а также, что характер взаимодействия между «профессиональными» и «непрофессиональными» игроками рынка лишает фондовый рынок внутренних стабилизаторов и подрывают его эффективность. Признавая по умолчанию неизбежность биржевой спекуляции, автор предлагает ввести контроль спекулятивных транзакций и «скорости обращения» акций.

Однако спустя еще десять лет, за которые фондовые биржи исламских стран, на наш взгляд, принципиально не изменились, появляется статья [5], автор которой возвращается к утверждениям, что спекуляция является формой азартной игры, в которой «меньшинство выигрывает то, что большинство инвесторов теряет» и что «спекуляция приводит к неправильному ценообразованию товаров и акций». Решение, по мнению автора, состоит в том, чтобы иметь фондовый рынок без спекуляций, а предложение иметь умеренную спекуляцию неприемлемо, поскольку это не более чем трюк, скрытый за «теоретическими правилами и ложными утверждениями».

Еще одна работа по теме (препринт) была опубликована в 2009 году. В ней [6] описывается опыт Саудовской Аравии в части противодействия спекуляции на фондовом рынке и рекомендуется продолжить совершенствовать это противодействие за счет изменения размера тика, дневного ценового лимита, структуры комиссии за сделку, прозрачности и типа ордеров.

В целом, несмотря на явный запрет, биржевая спекуляция в странах с исламской экономикой и финансами продолжает существовать. В этой связи обращает на себя внимание эксперимент с партнерскими финансами в России, начавшийся в 2023 году и по итогам которого в стране может начаться внедрение исламской финансовой модели. Одним из элементов модели является фондовая площадка, соответствующая требованиям шариата, следовательно, в России рано или поздно станет актуальным вопрос организации исламской фондовой биржи. В этой связи следует оценить возможность Московской Биржи стать базой для такой площадки. Также отметим, что авторы вышеперечисленных работ не вдавались в подробности содержания термина «спекуляция на фондовой бирже».

3. Особенность биржевых торгов отдельных эмитентов

Даже простой беглый обзор скаченных файлов с котировками акций, торгующихся на бирже, дает существенный результат.

Для примера рассмотрим небольшой фрагмент файла с котировками акций компании Лукойл за 31 января 2023 года, которые торгуются на Московской Бирже (МБ). Минимальный торговый пакет по этому эмитенту на МБ – одна акция. В заголовке фрагмента:

- <DATE> - дата совершения сделки;
- <TIME> - время совершения сделки;
- <LAST> - цена сделки;
- <VOL> - количество бумаг, реализованных в ходе сделки.

<DATE>	<TIME>	<LAST>	<VOL>
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	4
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	3
230131	95935	3947	4
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	4
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	2
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	10
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	20
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	10
230131	95935	3947	25
230131	95935	3947	12
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	1
230131	95935	3947	27

Главное, что бросается в глаза это незначительное количество продаваемых/покупаемых акций при каждой сделке. Большинство сделок в

этом фрагменте – это сделки с незначительным пакетом бумаг, в том числе с одной акцией. Аналогичная ситуация и в остальной части файла. Всего в этот день было совершено 28838 сделок и в среднем на одну сделку пришлось 13 бумаг. Общее количество сделок с минимальным пакетом (1 бумага) составило 11239 сделок (39% от всего сделок), а количество сделок, где продавалось по 3 бумаги составило 4529 сделок (16%).

Ниже представлен другой фрагмент того же файла с котировками Лукойла за 31.01.23, в котором представлены все сделки с количеством продаваемых/покупаемых бумаг свыше тысячи. Таких сделок оказалось всего-навсего девять (напомню: из почти 29 тысяч сделок за этот день):

<DATE>	<TIME>	<LAST>	<VOL>
230131	112306	3965	5476
230131	120238	3960	2224
230131	152840	3935	1675
230131	121803	3960	1237
230131	154320	3930.5	1111
230131	112306	3965	1045
230131	131520	3944	1000
230131	132015	3935	1000
230131	155240	3926	1000

Наконец, чтобы получить окончательную картину этого дня, все сделки были отранжированы по количеству бумаг и составлен график распределения объема торгов:



Источник: finam.ru/, составлено автором

Таким образом, обзор одного торгового дня одной компании показывает, что основная масса сделок – это сделки с одной или несколькими бумагами. Крупных пакетов – единицы.

Для дальнейшего анализа необходимо проанализировать большее количество торговых дней и акций разных эмитентов, чтобы убедиться, является ли такое поведение общим/распространенным или разовым/случайным. Работа с большими массивами данных требует определенной классификации. Для этого были установлены три категории сделок, различающиеся в зависимости от количества бумаг в сделке:

1. Условно* инвестиционные сделки – это сделки, в которых продаются/покупаются от ста бумаг и более за одну сделку.
3. Условно* спекулятивные сделки – это все сделки, в которых продаются/покупаются менее ста бумаг за одну сделку.
2. Безусловно спекулятивные сделки – это сделки, в которых продаются/покупаются одна, две или три бумаги за одну сделку.

* Уточнение «условно» используется, так как мы не можем знать истинных намерений торговцев. Поэтому уточнение «условно» следует понимать как «с высокой степенью вероятности».

Разделение количества сделок именно по таким трем категориям позволяет в дальнейшем оценить ситуацию с позиций ИФМ. Забегая вперед, отметим, что изменение критерия разграничения категорий (100 акций в сделке) принципиально не меняет полученные сути итоги.

И в традиционной, и в исламской финансовой системах различие между инвестициями и спекуляцией носит фундаментальный характер, см. таблицу 1, поэтому преобладание одной из категорий может существенно и содержательно повлиять на сущность фондовой биржи, ее соответствие или несоответствие ИФМ.

Основные различия терминов спекуляция и инвестиция

Таблица 1

Критерий	ИНВЕСТИЦИИ	СПЕКУЛЯЦИИ
Продолжительность	Долгий срок	Короткий срок
Основной источник прибыли	Дивиденды	Курсовая разница
Основание для сделки	Объективный анализ реальных фактов и событий	Эмоциональная оценка фактов и слухов
Влияние на котировку	Приближает котировку к реальной стоимости компании	Отдаляет котировку от реальной стоимости компании
Манипулирование котировками	Не применимо	Возможно
Отношение торговца к эмитенту	Заинтересованность в развитии	Безразличное. Заинтересованность в волатильности
Уровень риска	Рыночный	Выше рыночного

Составлено автором

Рассмотренный выше пример с акциями Лукойла за один торговый день очень четко характеризует рынок акций этого эмитента как спекулятивный, однако этого недостаточно для оценки рынка акций этого эмитента в целом. Для дальнейшего анализа была выбрана другая, такая же крупная компания – Роснефть и выполнены расчеты за все торговые дни января 2023 года (см. Таблицу 2).

**Структура торгов акциями компании Роснефть,
январь 2023 года**

Таблица 2

Дата	Всего сделок, шт	Спекулятивные сделки, всего		Спекулятивные сделки с мин. торговым лотом		Инвестиционные сделки, всего	
		шт	в % от Всего	шт	в % от Всего	шт	в % от Всего
Роснефть. Справочно: мин.торговый лот - 1 акция							
20230103	41 292	36 488	88%	16 908	41%	4 804	12%
20230104	36 608	33 321	91%	16 411	45%	3 287	9%
20230105	22 121	19 626	89%	9 937	45%	2 495	11%
20230106	17 876	16 143	90%	8 617	48%	1 733	10%
20230109	45 725	39 478	86%	17 530	38%	6 247	14%
20230110	76 937	68 357	89%	38 128	50%	8 580	11%
20230111	112 849	99 888	89%	50 024	44%	12 961	11%
20230112	26 562	23 801	90%	12 462	47%	2 761	10%
20230113	30 450	27 950	92%	13 692	45%	2 500	8%
20230116	30 268	27 600	91%	15 036	50%	2 668	9%
20230117	43 070	39 987	93%	20 952	49%	3 083	7%
20230118	36 225	32 039	88%	16 318	45%	4 186	12%
20230119	41 594	38 614	93%	21 824	52%	2 980	7%
20230120	44 136	40 359	91%	22 918	52%	3 777	9%
20230123	29 932	27 787	93%	15 202	51%	2 145	7%
20230124	40 366	37 283	92%	21 619	54%	3 083	8%
20230125	29 378	26 871	91%	13 206	45%	2 507	9%
20230126	46 484	43 141	93%	21 274	46%	3 343	7%
20230127	39 206	36 874	94%	17 579	45%	2 332	6%
20230130	37 476	35 231	94%	20 817	56%	2 245	6%
20230131	48 742	45 419	93%	30 484	63%	3 323	7%
В среднем	41 776	37 917	91%	20 045	48%	3 859	9%

Источник: finam.ru/, расчеты автора

Полученный результат дает очень четкую характеристику рынка акций эмитента:

1. условно инвестиционные сделки - всего 9% от общего числа всех сделок;
3. условно спекулятивные сделки - 91%;
2. безусловно спекулятивные сделки - 48%;

Полученный результат позволяет утверждать, что рынок акций компании Роснефть носит явно выраженный спекулятивный характер.

4. Особенность биржевых торгов на Московской Бирже

Для проведения на МБ проверки рынка акций в целом были использованы котировки тики 15 компаний, входящих в так называемый индекс "блю фиш", наиболее ликвидных бумаг. Была исследована структура каждого из торговых дней в январе и феврале 2023 года, для чего было проанализировано порядка 650 файлов с котировками компаний. Результаты представлены на таблицах 3 и 4.

Структура сделок по акциям, входящие в индекс «блю фиш», январь 2023 года

Таблица 3

№	Наименование эмитента	Условно спекулятивные сделки, %	Спекулятивные сделки (мин. торговый лот), %	Условно инвестиционные сделки, %
1	ЛУКОЙЛ	99	54	1
2	Сбербанк	91	41	9
3	Газпром	96	48	4
4	Татнефть	91	43	9
5	Нор.никель	100	71	0
6	НОВАТЭК	96	52	4
7	ТКС Холдинг	99	50	1
8	Сургутнефтегаз	98	44	2
9	Полус	99	57	1
10	Северсталь	94	45	6
11	Роснефть	91	48	9
12	НЛМК	97	47	3
13	Магнит	99	57	1
14	АЛРОСА	93	46	7
15	ММК	90	48	10

Источник: finam.ru/, расчеты автора

Структура сделок по акциям, входящие в индекс «блю фиш», февраль 2023 года

Таблица 4

№	Наименование эмитента	Условно спекулятивные сделки, %	Спекулятивные сделки (мин. торговый лот), %	Условно инвестиционные сделки, %
1	ЛУКОЙЛ	98	54	2
2	Сбербанк	90	36	10
3	Газпром	95	46	5
4	Татнефть	88	36	12
5	Нор.никель	100	69	0
6	НОВАТЭК	95	49	5
7	ТКС Холдинг	99	53	1
8	Сургутнефтегаз	97	41	3
9	Полюс	99	54	1
10	Северсталь	93	40	7
11	Роснефть	90	48	10
12	НЛМК	96	45	4
13	Магнит	99	59	1
14	АЛРОСА	93	46	7
15	ММК	90	44	10

Источник: finam.ru/, расчеты автора

Полученный результат дает очень четкую характеристику рынку наиболее ликвидных ценных бумаг (голубых фишек) на Московской Бирже:

1. условно инвестиционные сделки - от нуля до 10% от общего числа всех сделок;
2. безусловно спекулятивные сделки - 90%-100%;
3. условно спекулятивные сделки - в среднем 50%;

Таким образом, у всех компаний прослеживается примерно одна и та же структура сделок. Это дает основание утверждать, что биржевой фондовый рынок Московской Биржи – это в основном спекулятивный рынок, причем половина сделок на рынке – это неоспоримо спекулятивные сделки.

Соответственно, будет естественным поднять вопрос о допустимости для исламских инвесторов такой биржи, где большинство всех сделок – спекулятивные.

Для поиска ответа на данный вопрос необходимо уточнить понимание термина "спекуляция" с точки зрения ИФМ.

5. Содержание термина «спекуляция»

Термин «спекуляция» не имеет однозначно негативного восприятия в обществе. Более того, спекуляция на фондовой бирже воспринимается многими как естественный процесс/деятельность, тем более что существующий в шариате запрет на спекуляцию прямо касается торговли сельхозтоварами и поэтому участники рынка ценных бумаг могут полагать, что этот запрет не относится к ним.

Приведем прямые свидетельства, направленные против спекуляции в торговых отношениях. Посланник Аллаха говорил: «Горе спекулянту, который, услышав об удешевлении, печалится, а от подорожания радуется», Ар-Рази; «Не станет заниматься скупкой никто, кроме грешника», имам Муслим. Таким образом спекуляция здесь – это приобретение и осознанное удержание товара от продажи до определенного момента, в расчете, что он подорожает; и только потом производится продажа товара. Шариат однозначно запрещает такую технологию: сознательное манипулирование товаром с целью создания его дефицита.

Однако спекуляция на фондовой бирже не нацелена на создание дефицита и вообще представлена другой технологией. Спекуляция на фондовой бирже – это 1) выставление/снятие заявок и 2) заключение сделок по купле/продаже обычно небольшого по размеру биржевого лота одного и того же актива, исходя из прогнозируемых представлений о направлении движения котировок в самом ближайшем будущем: часы, минуты и даже секунды.

Характеризуя спекуляцию, следует отметить следующие аспекты.

Относительно заявок (1): практика подачи, а потом снятия их до исполнения создает искаженное представление о намерениях участников рынка и тем самым вводит всех в заблуждение; такая практика признается в шариате недопустимым поведением, манипулированием.

Относительно сделок (2). Во-первых, в шариате не может считаться разрешенным доход, полученный за счет непродуктивного, бесполезного (для общества в первую очередь) труда. Спекуляция – это, безусловно, разновидность бесполезного труда, в ходе которого не создается никаких новых товаров или услуг. Таким образом, деятельность, в рамках которой ничего нового не производится, по шариату должна быть под запретом.

Во-вторых, запрещена продажа товара, которого нет в собственности. Для фондовой биржи источник прав собственности на акции – это запись в реестре депозитария. Значит, чтобы свободно торговать бумагами, они должны быть записаны в реестре, но на фондовой бирже большую часть времени торговец

может торговать бумагами, которые еще не успели отразиться в депозитарии на его счету. Такая практика с точки зрения шариата также недопустима.

Наконец отметим еще одну негативную черту современного механизма организации торгов на фондовых биржах.

Дело в том, фондовая биржа допускает, что все участники торгов могут заключать договора между собой без ограничений. Следовательно, возможна ситуация, когда институциональный инвестор заключает сделку с частным, априори менее опытным, инвестором. Это явно неравные отношения, поскольку профессионализм первого позволяет делать более глубокие и более точные оценки, чем личный опыт второго (это как допустить на ринг боксеров разной весовой категории). Шариат порицает заключение неравных договоров.

Суммарно, спекуляция на фондовой бирже нарушает:

- Предписание на дозволенный источник дохода.
- Запрет на гарар (чрезмерный риск).
- Запрет на продажу того, чем не владеешь.
- Запрет на манипулирование.
- Запрет на рибу (этот аспект проблемы был детально рассмотрен в работе автора «Кредит в структуре рыночной котировки в свете исламского финансового законодательства», Проблемы современной экономики, N 1 (33), 2010).

Таким образом, обобщая все вышесказанное можно утверждать: спекуляция на фондовой бирже – недопустимая по шариату практика и в ИФМ ее быть не должно.

6. Выводы

- Спекуляция на фондовой бирже с точки зрения ИФМ недопустима.
- Современная/традиционная фондовая биржа не может быть местом приложения исламских инвестиций, даже если речь идет о дозволенных (халяльных) ценных бумагах.
- В исламской финансовой системе должны существовать фондовые биржи, не способствующие совершению спекулятивных сделок.

Соответственно, механизм торгов акциями на исламской бирже должен отличаться организацией торгов, в частности: увеличенный минимальный торговый лот, двухсторонние котировки, равные «весовые» категории.

Практически это может выглядеть как создание двухуровневой системы торгов ценными бумагами:

- первый уровень – «оптовая», традиционная биржевая торговля ценными бумагами, но только между ограниченным кругом профессиональных, институциональных участников рынка ценных бумаг и с кратным увеличением минимального торгового лота;
- второй уровень – «розничная» торговля финансовыми активами, рассчитанная на широкий круг инвесторов; осуществляется вне фондовой биржи; при этом компании-дилеры выступают в качестве маркет-мейкеров и осуществляют скупку и продажу финансовых активов с определенным ценовым лагом (по аналогии с пунктом обмена валюты, который предлагает услуги на основе двухсторонних котировок).

7. Список литературы

1. Metwally, Mokhtar M., The Role of the Stock Exchange in an Islamic Economy (1984). Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics, Vol. 2, No. 1, 1984, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3127760/>
2. El Gari, Mohamed Ali, Towards an Islamic Stock Market (December 1, 1993). Islamic Economic Studies, Vol. 1, No. 1, 1993, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3168367/>
3. El-Ashkar, Ahmad Abdel Fattah, Towards an Islamic Stock Exchange in a Transitional Stage (Dec 01, 1995). Islamic Economic Studies, Vol. 3, No. 1, 1995, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3166791/>
4. Tag el-Din, Seif el-Din, The Stock-Exchange from an Islamic Perspective (1996). Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics, Vol. 8, No. 1, 1996, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3074501/>
5. Al-Masri, Rafic Yunus, Speculation between Proponents and Opponents (2007). Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics, Vol. 20, No. 1, 2007, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3099409/>
6. Al-Suhaibani, Mohammad, الأسهم سوق لحالة الإشارة مع المالية الأسواق في المضاربة السعودية (Speculation in Financial Markets with a Reference to the Case of Saudi Stock Market) (June 7, 2009). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2275972/>