

О. М. Юркевич,

к. е. н., доцент, доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу,  
Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-8172-0186>

Ю. С. Гурова,

к. е. н., доцент, доцент кафедри міжнародної економіки,  
Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-4483-9938>

А. Ю. Носик,

здобувач третього (освітньо-наукового) рівня вищої освіти, Східноєвропейський  
університет ім. Рауфа Аблязова

ORCID ID: <https://orcid.org/0009-0004-8289-6396>

DOI: 10.32702/2306-6814.2025.7.136

# ОСОБЛИВОСТІ МЕХАНІЗМУ ФУНКЦІОНУВАННЯ ІСЛАМСЬКОГО РИНКУ ПАЙОВИЙ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

O. Yurkevych,

PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Corporate Finance and Controlling,  
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

Iu. Gurova,

PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor of the Department of International Economics,  
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

A. Nosyk,

Applicant of the third (educational and scientific) level of higher education,  
Eastern European University named after Rauf Abliazov

## PECULIARITIES OF THE MECHANISM OF FUNCTIONING OF THE ISLAMIC MARKET FOR EQUITY SECURITIES

**Стаття присвячена аналізу особливостей механізму функціонування ісламського ринку пайових цінних паперів, що формується на основі принципів шаріату. Висвітлюється вплив релігійних заборон на структуру фінансових інструментів, а також окреслюються специфічні вимоги до компаній, акції яких можуть бути включені до ісламських фондових індексів. Досліджено сучасний стан ринку капіталу в мусульманських країнах, включаючи проблеми ліквідності, та регуляторного середовища. Особлива увага приділена моделі ісламського скринінгу цінних паперів, що використовується для оцінки відповідності акцій шаріатським стандартам. Розглянуто методологію ісламського скринінгу, зокрема галузеві та фінансові обмеження, а також роль шаріатських наглядових рад у корпоративному управлінні. Визначено основні виклики, пов'язані з розвитком ісламських ринків капіталу, включаючи необхідність стандартизації фінансових інструментів та покращення регуляторного нагляду.**

**The article examines the peculiarities of the mechanism of functioning of the Islamic market for equity securities, which operates in accordance with Shariah principles. It highlights the impact of religious prohibitions on the structure of financial instruments and outlines specific requirements**

*for companies whose shares can be included in Islamic stock indices. The study analyzes the current state of the capital market in Muslim countries, addressing key challenges such as liquidity constraints, a limited investor base, and regulatory frameworks.*

*Particular attention is given to the methodology of Islamic screening for securities, which assesses the compliance of equities with Shariah standards. The research explores the key screening models, including sectoral and financial restrictions, as well as the role of Shariah supervisory boards in corporate governance. The screening mechanisms are examined in terms of their efficiency, consistency, and applicability across different jurisdictions, considering the absence of a unified global Islamic financial regulator. The study also compares screening methodologies applied in various Islamic financial hubs, such as Malaysia, the Gulf Cooperation Council (GCC) countries, and Indonesia.*

*Furthermore, the findings emphasize the necessity for standardizing financial instruments, improving market transparency, and enhancing regulatory oversight to foster the growth of Islamic capital markets. One of the key issues addressed in the article is the role of regulatory bodies in harmonizing approaches to Islamic equity investment and mitigating discrepancies in Shariah interpretations across different regions.*

*The article also discusses the implications of equity-based financing in Islamic financial doctrine and examines its potential advantages over conventional debt financing. The study assesses the impact of Islamic investment principles on corporate behavior, financial decision-making, and risk-sharing mechanisms. It highlights the preference for asset-backed financing structures and the avoidance of speculative financial transactions, which distinguishes Islamic markets from conventional stock exchanges.*

*The conclusions and recommendations presented in this research can contribute to refining the legal framework and fostering the integration of Islamic financial markets into the global financial system. The insights provided by the study are relevant for policymakers, financial regulators, institutional investors, and corporate entities seeking to align their financial activities with Shariah-compliant principles.*

*Ключові слова: міжнародний ринок капіталу, ісламські фінанси, пайові цінні папери, ісламський ринок капіталу, ісламське фінансове регулювання, ісламський скринінг, фінансові обмеження.*

*Key words: International capital market, Islamic finance, equity securities, Islamic capital market, Islamic financial regulation, Islamic screening, financial restrictions.*

## ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

У сучасних умовах розвитку глобального фінансового ринку ісламські фінанси набувають все більшого значення, пропонуючи альтернативні механізми залучення та розподілу капіталу на основі принципів ісламського права. Особливе місце в цій системі займає ринок пайових цінних паперів, який забезпечує фінансування підприємств та інвестиційні можливості без використання традиційних боргових інструментів. Водночас його функціонування супроводжується численними викликами, пов'язаними із необхідністю дотримання заборон ісламського права, що обмежує використання багатьох фінансових інструментів, поширених на традиційних ринках капіталу. Це зумовлює необхідність наукового аналізу механізмів регулювання ісламського ринку капіталу, стандартизації фінансових інструментів та визначення ефективних підходів до оцінки їх відповідності релігійним вимогам.

Актуальність дослідження зумовлена недостатньою розвиненістю ісламських ринків капіталу у багатьох мусульманських країнах, низьким рівнем ліквідності

фондових бірж та обмеженим залученням міжнародних інвесторів. Одним із ключових питань залишається стандартизація ісламського скринінгу акцій та гармонізація підходів до фінансових обмежень, що застосовуються до компаній, які прагнуть відповідати шаріатським принципам. Відсутність єдиного глобального регулятора створює бар'єри для міжнародної інтеграції цих ринків та ускладнює їх ефективне функціонування. Дослідження даної проблематики має як теоретичне, так і практичне значення, оскільки сприятиме вдосконаленню фінансового регулювання, розширенню інвестиційних можливостей та підвищенню конкурентоспроможності ісламських ринків капіталу у світовій економіці.

## АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Серед наукових праць, присвячених дослідженню ісламського ринку пайових цінних паперів, варто відзначити роботи М. Обейда, С. Ікбала, М. Чапри, які аналізують особливості формування та регулювання цього сегмента фінансового ринку, а також досліджують вплив релігійних норм на структуру інвестиційних інструментів. Значний внесок у цю сферу зробили також Тарік Ель-Діуфі, Хуссейн Аскарі, які розглядають специфіку

ісламського скринінгу акцій та механізми оцінки відповідності компаній вимогам ісламського права.

Проте, незважаючи на активний розвиток ісламських ринків капіталу, залишається недостатньо дослідженими проблеми низької ліквідності фондових бірж у мусульманських країнах, обмеженого залучення міжнародних інвесторів, а також необхідності гармонізації стандартів регулювання. Недостатня стандартизація фінансових інструментів, зокрема моделей сек'юритизації та методології ісламського скринінгу, створює перешкоди для інтеграції ісламських ринків у глобальну фінансову систему. Саме ці аспекти потребують подальшого вдосконалення, що, на нашу думку, є важливими факторами для підвищення конкурентоспроможності ісламського фінансового сектору.

## ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ СТАТТІ (ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ)

Метою статті є аналіз механізму функціонування ісламського ринку пайових цінних паперів, визначення його ключових особливостей у порівнянні з традиційними фондовими ринками, а також дослідження основних принципів ісламського фінансового регулювання. Дослідження спрямоване на виявлення переваг та обмежень, пов'язаних із застосуванням ісламського скринінгу акцій, оцінку ролі шаріатських наглядових рад у регулюванні фондових ринків та аналіз впливу релігійних норм на ліквідність і привабливість ісламських інвестиційних інструментів. Окрему увагу приділено перспективам гармонізації стандартів ісламських фінансів для підвищення ефективності ринку та його інтеграції у глобальну фінансову систему.

## ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

З врахуванням того, що корпоративна форма власності не суперечить ісламському праву і принципам ісламської економічної доктрини, торгівля звичайними акціями (окрім привілейованих, оскільки вони можуть містити гарантований фіксований дохід, що нагадує ріба (відсотки)), вважається дозволеним видом комерційної діяльності. Існуючі обмеження щодо торгівлі акціями стосуються: а) бізнесу компанії, акції якої торгуються — бізнес-модель якої не має містити заборонені види діяльності (харам); б) форми та типу контракту на купівлю/продаж акцій — дозволяється лише поставка проти оплати на умовах спот (англ. Delivery versus Payment, DvP).

Щодо відповідності тих чи інших пайових цінних паперів вимогам включення їх до інвестиційних портфелів ісламських інвестиційних фондів, то існує окрема методика оцінювання, яка має назву Ісламський скринінг цінних паперів (англ. Islamic Screening for Securities).

Ісламський скринінг цінних паперів — це процес оцінки та відбору акцій компаній для інвестування з метою забезпечення їх відповідності принципам шаріату. Цей процес включає аналіз діяльності компанії та її фінансових показників.

Розробка таких вимог та критеріїв до цінних паперів (перш за все мова йшла про акції), які можуть бути сумісними з нормами ісламського права почалась у 1983 році у Малайзії, коли місцевий банк Bank Islam Malaysia Bhd.

здійснив першу спробу ідентифікації існуючих акцій на предмет їх відповідності принципам ісламських фінансів, що призвело до офіційної розробки стандартів з боку державного регулятора малайзійського ринку цінних паперів — Securities Commission of Malaysia у 1997 році. В цій країні був також запущений перший ісламський індекс ринку акцій, який було запропоновано фінансовою компанією RHB Unit Trust Management Bhd. у 1996 році. За ним почали з'являтися інші індекси, і на початок 2000-х років вже існували: найбільш авторитетний на сьогодні індекс ісламського ринку — Dow Jones (DJIMI), індекс Біржі Малайзії — Kuala Lumpur Sharia Index (KLSI) [1], та Financial Times Stock Exchange Global Islamic Index (FTSE-GII). З тих пір було впроваджено різні глобальні, регіональні та галузеві ісламські індекси. Останнім з них був індекс DJIM Turkey, запущений у 2004 році [2].

На сьогодні у світі існує декілька моделей Ісламського скринінгу. Серед ключових можна навести наступні:

— SEC Malaysia (англ. Securities Commission Malaysia Screening Criteria). Регуляторний підхід, розроблений Комісією з цінних паперів Малайзії. Включає як галузеві (компанія не повинна працювати у заборонених секторах, наприклад, алкоголь, азартні ігри) так і фінансові критерії (обмеження на рівень заборонених доходів та фінансування);

— Dow Jones Islamic Index Screening Criteria. Глобальний підхід, застосований у Dow Jones Islamic Market Indexes, оцінює компанії за галузевими обмеженнями, а також застосовує фінансові пороги.

— Meezan Islamic Fund Criteria. Підхід, що використовується Meezan Bank у Пакистані. Поєднує ісламські принципи скринінгу з місцевими нормами шаріату, встановлюючи нижчі пороги для процентних доходів та боргового фінансування.

— AAOIFI Shariah Screening Criteria. Стандарти, розроблені Організацією бухгалтерського обліку та аудиту для ісламських фінансових установ (AAOIFI). Використовуються у країнах Перської затоки, мають суворіші вимоги до фінансових коефіцієнтів і розширене трактування заборонених видів діяльності.

— FTSE Shariah Global Equity Index. Стандарти розроблені у партнерстві з Yasaar Limited, шаріатською консалтинговою компанією. Запроваджують відносно жорсткі фінансові обмеження (наприклад, борг  $\leq 33\%$ , процентні доходи  $\leq 5\%$ ) та суворий підхід до відсіву компаній із змішаними видами діяльності.

— Індонезійська модель скринінгу (Indonesia Sharia Stock Index (ISSI)). Використовується Індонезійською фондовою біржою у співпраці з Національною радою з шаріату (Dewan Syariah Nasional). Включає місцеві особливості регулювання, фінансові пороги, а також активний контроль відповідності компаній після включення до індексу.

Ці зазначені моделі мають спільні риси, але суттєво відрізняються за фінансовими порогоми, галузевими обмеженнями та географічним контекстом їх застосування. Це природньо викликає проблему стандартизації та уніфікації існуючих підходів та критеріїв. І якщо оцінка щодо визначення дозволених та заборонених видів діяльності за всіма підходами більш-менш збігається,

саме фінансові критерії (наприклад, допустимий рівень боргу чи частка "неісламських доходів") можуть суттєво відрізнятися у різних моделях в контексті рівнів толерантності щодо відповідності акцій компаній ісламським принципам ведення бізнесу (англ. Shariah Compliant).

Проблема ускладнюється ще і відсутністю єдиного глобального регулятора, оскільки немає єдиного органу, який би уніфікував Ісламський скринінг на міжнародному рівні. Як результат, це створює різні підходи у регіональному контексті, а інвестори та компанії, які прагнуть відповідати "ісламським принципам", стикаються з викликами щодо вибору найбільш підходящого стандарту [3].

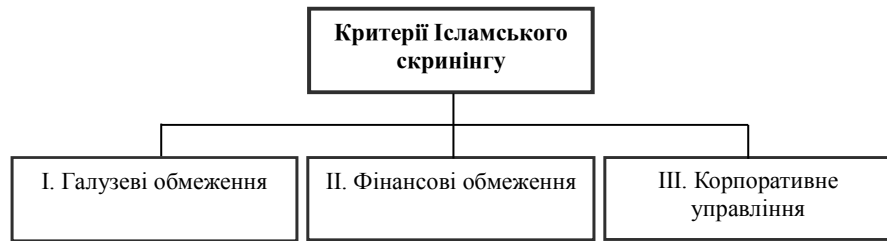
Узагальнюючи аналіз стандартів Ісламського скринінгу, можна прийти висновку що існуючі критерії Ісламського скринінгу акцій можна загалом класифікувати за трьома категоріями (рисунок 1).

1. Галузеві обмеження (англ. Shariah Compliance by Sector);
2. Фінансові обмеження (англ. Shariah Compliance by Financial Ratios);
3. Корпоративне управління (англ. Shariah Governance & Purification).

Розглянемо ці категорії більш детально.

**I. Галузеві обмеження.**

Усі стандарти Ісламського скринінгу забороняють інвестування в певні сектори. Тобто, існують обмеження, пов'язані зі сферою або основним бізнесом компанії, акції якої може утримувати ісламський інвестиційний фонд у своєму портфелі. Список заборонених комерційних видів діяльності складає: конвенціональні фінансові послуги, такі як банківська та страхова діяльність, маржинальна торгівля, короткі продажі, хеджування з використання похідних цінних паперів; а також азартні ігри, деякі послуги сфери розваг (непристойні медіа та розваги), виробництво / торгівля алкогольними напоя-



**Рис. 1. Структура критеріїв Ісламського скринінгу акцій**

Джерело: систематизовано, узагальнено та згруповано авторами.

ми, тютюном, забороненими харчовими продуктами, виробництво та торгівля зброєю. При чому, мова йдеться про "ядро"-комерційної діяльності компанії (англ. Key activities). Тобто, умовно кажучи, якщо їдальня великої компанії в будівлі штаб-квартири продає пиво, це не вважається порушенням цього обмеження. У будь-якому разі, вирішувати спірні аспекти комерційної діяльності має Шаріатська рада компанії, в кожному окремому випадку.

З приводу обмежень, пов'язаних зі сферою комерційної діяльності компанії існує загальний консенсус щодо заборонених галузей, однак окремі правові школи можуть мати різні тлумачення допустимих відхилень і рівня толерантності до неісламських доходів. Порівняльна таблиця обмежень за галузями діяльності в ісламському скринінгу акцій в контексті кожної існуючої моделі наведено в таблиці 1.

Згідно наведеної таблиці 1, найсуворіші галузеві обмеження щодо отримання харам-доходів присутні в моделях Meezan Islamic Fund (Пакистан) та AAOIFI (країни Перської затоки), які їх зовсім не допускають. У всіх інших моделях Ісламського скринінгу, харам-доходи допускаються в межах рівня: ≤ 5%, або ≤ 10% (Індонезія), з врахуванням принципу маслаха (економічна доцільність). У випадках, коли такі доходи присутні, ці кошти не можуть бути використані інвесторами і виникає потреба в їх "очищенні" (англ. Purification Process) — див. "III. Корпоративне управління".

**Таблиця 1. Порівняльна таблиця обмежень за галузями діяльності в існуючих моделях Ісламському скринінгу акцій**

Модель скринінгу	Заборонені галузі (повний консенсус)	Толерантність до харам-доходів
SEC Malaysia	Стандартний список заборонених галузей	Не більше 5% харам-доходу. Врахування принципу <i>маслаха</i> (економічної доцільності).
Dow Jones Islamic Index Screening Criteria	Стандартний список заборонених галузей	Не більше 5% харам-доходу. Принцип <i>маслаха</i> не згадується.
Meezan Islamic Fund Criteria	Стандартний список заборонених галузей	Не допускає будь-яких форм <i>харам</i> -доходів. Використовується у Пакистані.
AAOIFI Shariah Screening Criteria	Стандартний список заборонених галузей	Не допускає будь-яких форм <i>харам</i> -доходів. Використовується у країнах Перської затоки, зокрема у Бахреїні та Саудівській Аравії.
FTSE Shariah Global Equity Index	Стандартний список заборонених галузей	Не більше 5% харам-доходу. Принцип <i>маслаха</i> не згадується.
Індонезійська модель скринінгу	Стандартний список заборонених галузей	Дозволяється отримувати вищий рівень неісламських доходів (іноді до 10%, може варіюватися залежно від сектору).

Джерело: сформовано на основі [4—10].

Таблиця 2. Порівняльна таблиця обмежень боргу в ісламському скринінгу акцій

Модель скринінгу	Співвідношення боргу до ринкової капіталізації (1.1.)	Співвідношення боргу до загальних активів (1.2.)	Коментар
SEC Malaysia	Не застосовується	≤ 33%	Використовує загальний рівень боргу щодо активів, а не капіталізації
Dow Jones Islamic Index	≤ 33%	Не застосовується	Враховуються всі боргові зобов'язання (коротко- та довгострокові)
Meezan Islamic Fund	≤ 30%	Не застосовується	Строгіші вимоги до боргу порівняно з іншими стандартами
AAOIFI Shariah Screening	≤ 30%	Не застосовується	Використовується у країнах Перської затоки (Бахрейн, Саудівська Аравія)
FTSE Shariah Global Equity Index	≤ 33%	Не застосовується	Аналогічно до Dow Jones Islamic Index
Індонезійська модель скринінгу	Не застосовується	≤ 45%	Найбільш гнучкий підхід до боргу серед усіх моделей

Джерело: сформовано на основі [4—10].

II. Фінансові обмеження.

Це обмеження, пов'язані з фінансовими коефіцієнтами операційної діяльності компанії. В ідеалі, згідно ісламської економічної доктрини, компанія має прагнути до повного самофінансування за рахунок власних доходів. Але це навряд чи можливо на практиці. Тому з цього приводу постає питання встановлення параметрів (нормативних значень фінансових коефіцієнтів), на основі яких можливий відбір компаній з мінімальним залученням у конвенціональні фінансові транзакції.

Серед фінансових коефіцієнтів операційної діяльності компаній, акції яких мають відповідати умовам Ісламського скринінгу, використовуються такі основні

показники: 1) обмеження боргу та 2) обмеження ліквідності.

1.1. Співвідношення боргу до ринкової капіталізації (Debt to Market Capitalization Ratio):

$$Debt\ to\ Market\ Capitalization\ Ratio = \frac{Total\ Debt}{Market\ Cap} \times 100\% \quad (1).$$

Цей показник вимірює боргове навантаження компанії відносно її ринкової вартості (його велике значення може вказувати на фінансову нестабільність). Якщо компанія перевищує цей показник (обмеження: ≤ 30—33%, залежно від стандарту), вона не відповідає умовам Ісламського скринінгу. Використовується в Dow Jones Islamic Index, FTSE Shariah, AAOIFI, Meezan Islamic Fund.

Таблиця 3. Порівняльна таблиця обмежень ліквідності в ісламському скринінгу акцій

Модель скринінгу	Співвідношення ліквідних активів до загального активу (2.1.)	Співвідношення грошових коштів до ринкової капіталізації (2.2.)	Коментар
SEC Malaysia	Немає конкретного обмеження	Немає конкретного обмеження	Визначається загальними шариатськими принципами
Dow Jones Islamic Index	Не застосовується	≤ 33%	Враховуються всі ліквідні активи, які можуть приносити процентний дохід
Meezan Islamic Fund	Не застосовується	≤ 30%	Строгіші вимоги до ліквідності порівняно з іншими стандартами
AAOIFI Shariah Screening	≤ 30%	Не застосовується	Враховується рівень ліквідних активів у загальному балансі компанії
FTSE Shariah Global Equity Index	Не застосовується	≤ 33%	Аналогічно до Dow Jones Islamic Index
Індонезійська модель скринінгу	Немає конкретного обмеження	≤ 45% (у деяких секторах)	Гнучкіші вимоги порівняно з іншими стандартами

Джерело: сформовано на основі [4—10].

**Таблиця 4. Порівняльна таблиця категорії Корпоративне управління в Ісламському скринінгу акцій**

Стандарт скринінгу	Наявність Шаріатської наглядової ради	Процес очищення харам-доходів	Додаткові примітки
SEC Malaysia	Так, регулюється Shariah Advisory Council (SAC) при Securities Commission Malaysia	Обов'язкове очищення харам-доходів шляхом пожертвувань	Включає перевірку шаріатської відповідності компаній на національному рівні
Dow Jones Islamic Index	Так, має власну Shariah Board	Обов'язкове очищення харам-доходів шляхом пожертвувань	Регулярні аудити шаріатської відповідності
Meezan Islamic Fund	Так, наглядова рада Meezan Bank	Харам-доходи не допускаються, очищення не застосовується	Один із найбільш суворих стандартів (Пакистан).
AAOIFI Shariah Screening	Так, стандарти розробляються шаріатською радою AAOIFI	Харам-доходи не допускаються, очищення не застосовується	Використовується у країнах Перської затоки
FTSE Shariah Global Equity Index	Так, нагляд здійснюється спеціальною шаріатською радою	Обов'язкове очищення харам-доходів шляхом пожертвувань	Аналогічно до Dow Jones Islamic Index
Індонезійська модель скринінгу	Так, регулюється National Shariah Board (DSN-MUI)	Обов'язкове очищення харам-доходів (допускається до 10% харам-доходів)	Найгнучкіший підхід щодо харам-доходів

Джерело: сформовано на основі [4—10].

1.2 Співвідношення боргу до загальних активів (Debt to Total Assets Ratio):

$$Debt\ to\ Total\ Assets\ Ratio = \frac{Total\ Debt}{Total\ Assets} \times 100\% \quad (2).$$

Показник показує, яка частка активів фінансується за рахунок боргу (його велике значення говорить що компанія може бути фінансово ризикованою). Якщо компанія перевищує цей показник (обмеження:  $\leq 33\%$  (SEC Malaysia),  $\leq 45\%$  (Індонезія)), вона не відповідає умовам Ісламського скринінгу. Використовується в SEC Malaysia, Індонезійська модель.

Порівняльна таблиця обмежень боргу в ісламському скринінгу акцій в контексті кожного існуючого стандарту наведено в таблиці 2.

2.1. Співвідношення ліквідних активів до загальних активів (Liquid Assets to Total Assets Ratio):

$$Liquid\ Assets\ to\ Total\ Assets\ Ratio = \frac{Liquid\ Assets}{Total\ Assets} \times 100\% \quad (3).$$

Цей показник визначає, яку частку активів компанії складають ліквідні активи (грошові кошти, еквіваленти, короткострокові фінансові інструменти). Надмірно високий рівень ліквідних активів (обмеження:  $\leq 30\%$ ) може свідчити про значні процентні доходи, що є харам. Використовується в AAOIFI Shariah Screening Criteria.

2.2. Співвідношення грошових коштів до ринкової капіталізації (Cash & Liquid Assets to Market Capitalization Ratio):

$$Cash\ to\ Market\ Cap\ Ratio = \frac{Cash\ and\ Liquid\ Assets}{Market\ Cap} \times 100\% \quad (4).$$

Цей показник демонструє, яку частку ринкової капіталізації компанії складають грошові кошти та ліквідні активи. Висока частка ліквідності (обмеження:  $\leq 30\%$  (Meezan Islamic Fund),  $\leq 33\%$  (Dow Jones Islamic Index, FTSE Shariah)), може означати, що компанія отримує значні доходи від процентних інструментів, що не відповідає шаріатським принципам.

Порівняльна таблиця обмежень ліквідності в ісламському скринінгу акцій в контексті кожного існуючого стандарту наведено в таблиці 3.

### III. Корпоративне управління.

Корпоративне управління в ісламському скринінгу — це система контролю та регулювання, яка забезпечує відповідність діяльності компанії принципам ісламського права (шаріату). Мета цієї системи — забезпечити прозорість та етичність бізнесу відповідно до ісламських норм та гарантувати, що доходи компанії та її фінансові операції відповідають шаріатським вимогам. Ця категорія є важливою, оскільки саме вона забезпечує відповідність компанії ісламським фінансовим принципам не лише за секторальними чи фінансовими критеріями, але й з точки зору управління та відповідальності перед вимогами релігійної етики.

Порівняльна таблиця категорії Корпоративне управління в контексті кожного існуючого стандарту Ісламського скринінгу наведено в таблиці 4.

Основні складові категорії Корпоративного управління:

— незалежна Шаріатська наглядова рада, яка оцінює відповідність компанії ісламським принципам (англ. Shariah Supervisory Board (SSB)). Цей інститут є у всіх моделях, але він працює на різних рівнях: національному (SEC Malaysia, Індонезія) або приватному (Dow Jones, FTSE, Meezan, AAOIFI);

**Таблиця 5. Порівняння обмежень боргу та ліквідності в моделях Ісламського скринінгу з підходом в традиційних корпоративних фінансах**

Фінансові обмеження боргу		
	Співвідношення боргу до ринкової капіталізації (1.1.)	Співвідношення боргу до загальних активів (1.2.)
За всіма моделями Ісламського скринінгу	не застосовується; $\leq 30\%$ ; $\leq 33\%$	не застосовується; $\leq 33\%$ ; $\leq 45\%$
Традиційні фінанси (нормативне значення)	залежно від галузі, часто $< 50\%$	зазвичай $< 60\%$ , залежно від галузі
Фінансові обмеження ліквідності		
	Співвідношення ліквідних активів до загальних активів (2.1.)	Співвідношення грошових коштів до ринкової капіталізації (2.2.)
За всіма моделями Ісламського скринінгу	не застосовується; $\leq 30\%$	не застосовується; $\leq 30\%$ ; $45\%$
Традиційні фінанси (нормативне значення)	у межах $20-50\%$	в межах $5-20\%$

Джерело: сформовано авторами.

— механізм усунення харам-доходів шляхом їх пожертвування на благодійність, тобто механізм їх "очищення" (англ. Purification Process) є обов'язковим для всіх стандартів, крім AAOIFI та Meezan, де харам-доходи взагалі не допускаються.

Процес "очищення" харам-доходів передбачає, що весь харам-дохід (100%) повинен бути "очищений" шляхом пожертвування на благодійність. Тобто, якщо компанія отримала доходи, які підпадають під харам-джерела (наприклад, відсотки на депозитах або випадкові доходи від заборонених видів діяльності), ці кошти повністю передаються на благодійні цілі.

### ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК У ДАНОМУ НАПРЯМІ

Якщо категорії "Галузеві обмеження" та "Корпоративне управління" є унікальними для ісламського скринінгу акцій та зумовлені шариатськими принципами, то категорія "Фінансові обмеження" має більш універсальний характер і частково перегукується з традиційними підходами корпоративних фінансів до оцінки фінансової стійкості компаній.

Нормативні значення для показників боргового навантаження та ліквідності у традиційних корпоративних фінансах можуть суттєво відрізнятися залежно від галузі, регіону та фінансової стратегії компанії. Ці значення є лише загальними рекомендаціями і при їх аналізі враховується конкретний контекст та здійснюється порівняння з середньогалузевими значеннями або досліджується їх динаміка.

В той же час, в ісламських фінансах нормативне значення (30—33%) є певним стандартом, невідповідність якому призводить до невідповідності акції компанії вимогам Ісламського скринінгу. Тобто, логіка застосування фінансових показників (боргу та ліквідності) у традиційних та ісламських фінансах повністю відрізняється. У традиційних корпоративних фінансах використання цих показників спрямоване на оцінку фінансової стійкості та ризиків компанії. У ісламських фінансах мета цих коефіцієнтів не лише фінансова, але й етична, оскільки вони запобігають надмірному борговому навантаженню та потенційним харам-доходам. Навіть

якщо компанія може обслуговувати борг (є фінансово стійкою), перевищення цього порогу автоматично робить її непридатною для інвестицій за шариатськими стандартами.

Нижче, систематизовано наведено загальні орієнтири для цих показників, таблиця 5.

Проблема боргу в структурі капіталу компанії, з точки зору ісламського права, полягає в тому, що він заснований на кредитному проценті. Запозичення під відсотки не дозволяється (ріба), тому вважається, щоб борг був обмежено "допустимим рівнем". Така сама логіка лежить і в основі обмеження на ліквідність, пов'язану з ризиком доходу від харам-фінансування (наприклад, зберігання грошей у банках під відсотки). Ліквідні активи (грошові кошти, депозити) можуть приносити процентні доходи (ріба), тому ісламський фінансовий аналіз обмежує їхню частку.

Ісламське право розглядає "незначну кількість", як таку, що не впливає на "допустимість". Але де між цими поняттями межа?

Ісламські правознавці стверджують, що у шариаті є багато вказівок, які вказують на "одну третину" як вже "забагато", а все, що менше однієї третини, є "дрібницею". З огляду на це, дана пропорція між категоріями "зайве" та "незначне" у співвідношення 1/3 застосовується також і в контексті рекомендацій щодо співвідношення боргу (кошти надані кредиторами) до власного капіталу (кошти надані інвесторами) і до співвідношення ліквідних активів до загальних активів. Тобто частка боргу або ліквідності, що не перевищує 33% багатьма ісламськими правознавцями та релігійними діячами вважається допустимою (прийнятною з точки зору шариату) [11, 12]. Це, власне, і знайшло своє відображення в стандартах Ісламського скринінгу для всіх існуючих моделей.

В ісламському праві концепція "одна третина — це багато" зустрічається в багатьох сферах:

— у спадковому праві — заповіт не може перевищувати 1/3 майна;

— у благодійності — рекомендується жертвувати не більше 1/3, щоб не нашкодити фінансовому становищу;

— у фінансових питаннях — багато ісламських правознавців застосовують цю межу до дозволеного рівня боргу.

Таким чином, в Ісламському скринінгу пріоритет віддається не просто фінансовій логіці чи оцінці ризиків, а саме слідуванню релігійному принципу "не більше 1/3", який має шаріатське обґрунтування і діє незалежно від галузі чи економічної ситуації компанії.

Такий підхід має суперечливий вплив на розвиток ісламських ринків капіталу. З одного боку, принцип "1/3" обмежує компанії з високим рівнем боргу, через що багато великих корпорацій не проходять ісламський скринінг. Це уповільнює розвиток ісламських фондових ринків, оскільки компанії, що фінансують свою експансію за рахунок боргу (що є типовим для традиційних ринків), не включаються в ісламські індекси. Наприклад, у капіталомістких секторах (нафтова промисловість, авіація, нерухомість) компанії часто мають борг понад 50—70% від активів, що вважається нормальним.

З іншого боку, цей підхід стимулює компанії використовувати альтернативні (шаріатські) методи фінансування, такі як емісія сукук, що відповідає ісламським принципам. Оскільки сукук не розглядається як боргове фінансування, це сприяє розвитку ринку цих "ісламських облігацій".

Головний виклик, на нашу думку, полягає у забезпеченні достатньої ліквідності та глибини ринку, оскільки багато великих міжнародних компаній не відповідають критерію боргу  $\leq 33\%$  і тому не входять до ісламських індексів. Менша кількість компаній призводить до зниження ліквідності та глибини ринку. Наприклад, у традиційних фінансах нормальним рівнем фінансової залежності (співвідношення боргу до активів) вважається 0,6—0,7, а оптимальним — 0,5. Більшість великих компаній мають близькі до нормативу значення: Apple — 0,8; Microsoft — 0,57; Amazon — 0,71; Coca-Cola — 0,76; Netflix — 0,72; Tesla — 0,56; Telkom Indonesia — 0,51.

Оскільки ісламські ринки капіталу значною мірою залежать від окремих великих компаній, відсутність глибини може призводити до сильних цінових коливань під час великих угод. Для підвищення ефективності ісламського фондового ринку необхідно збільшувати кількість емітентів, інвесторів та фінансових інструментів (сукук, ETF, ісламські Real Estate Investment Trusts REITs), що сприятиме зростанню ліквідності та подальшому розвитку ринку.

#### Література:

1. Mohamed Ariff. Islamic Banking in South-East Asia. Institute of South-East Asian studies. 1992. 194 p.
2. Bursa Malaysia. Indices. // [Електронний ресурс]. URL: [https://www.bursamalaysia.com/trade/our\\_products\\_services/indices/ftse\\_bursa\\_malaysia\\_indices/ftse\\_bursa\\_malaysia\\_klci](https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/indices/ftse_bursa_malaysia_indices/ftse_bursa_malaysia_klci)
3. Azmi, W., Hassan, M. K., Houston, R., & Karim, M. S. (2019). Challenges to Shariah equity screening: Perspectives from scholars, regulators and investors. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 10 (2), 183—202.
4. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). (2015). *Shariah Standards*. Manama, Bahrain: AAOIFI.

5. Securities Commission Malaysia. (2013). *Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council*. Kuala Lumpur, Malaysia: Securities Commission Malaysia.

6. FTSE Russell. (2020). *FTSE Shariah Global Equity Index Series Ground Rules*. London, UK: FTSE Russell.

7. S&P Dow Jones Indices. (2023). *Dow Jones Islamic Market Indices Methodology*. New York, NY: S&P Dow Jones Indices.

8. S&P Dow Jones Indices. (2023). *S&P Shariah Indices Methodology*. New York, NY: S&P Dow Jones Indices.

9. Indonesia Stock Exchange. (n.d.). *Islamic Stock Index*. Jakarta, Indonesia: Indonesia Stock Exchange. // [Електронний ресурс]. URL: [https://www.idx.co.id/en/idx-islamic/islamic-stock-index/?utm\\_source=chatgpt.com](https://www.idx.co.id/en/idx-islamic/islamic-stock-index/?utm_source=chatgpt.com)

10. Sawari, M., Sitoris, M. and Zaim, M. (2023). *A Comparative Analysis of Shariah Stock Screening Methodology for Securities Commission Malaysia and Major International Shariah Index Providers* // [Електронний ресурс]. URL: <https://journals.iium.edu.my/jiasia/index.php/jia/article/view/1213>

#### References:

1. Ariff, M. (1992), *Islamic Banking in South-East Asia*, Institute of South-East Asian Studies, Singapore.
2. Bursa Malaysia (2025), "Indices", available at: [https://www.bursamalaysia.com/trade/our\\_products\\_services/indices/ftse\\_bursa\\_malaysia\\_indices/ftse\\_bursa\\_malaysia\\_klci](https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/indices/ftse_bursa_malaysia_indices/ftse_bursa_malaysia_klci) (Accessed 13 March 2025).
3. Azmi, W., Hassan, M. K., Houston, R., & Karim, M. S. (2019), "Challenges to Shariah equity screening: Perspectives from scholars, regulators and investors", *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, vol. 10, no. 2, pp. 183—202.
4. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) (2015), *Shariah Standards*, AAOIFI, Manama, Bahrain.
5. Securities Commission Malaysia (2013), *Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council*, Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur, Malaysia.
6. FTSE Russell (2020), *FTSE Shariah Global Equity Index Series Ground Rules*, FTSE Russell, London, UK.
7. S&P Dow Jones Indices (2023), *Dow Jones Islamic Market Indices Methodology*, S&P Dow Jones Indices, New York, USA.
8. S&P Dow Jones Indices (2023), *S&P Shariah Indices Methodology*, S&P Dow Jones Indices, New York, USA.
9. Indonesia Stock Exchange (2025), "Islamic Stock Index", available at: [https://www.idx.co.id/en/idx-islamic/islamic-stock-index/?utm\\_source=chatgpt.com](https://www.idx.co.id/en/idx-islamic/islamic-stock-index/?utm_source=chatgpt.com) (Accessed 13 March 2025).
10. Sawari, M., Sitoris, M. and Zaim, M. (2023), "A Comparative Analysis of Shariah Stock Screening Methodology for Securities Commission Malaysia and Major International Shariah Index Providers", *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, available at: <https://journals.iium.edu.my/jiasia/index.php/jia/article/view/1213> (Accessed 13 March 2025).

*Стаття надійшла до редакції 15.03.2025 р.*