

Електронний журнал «Ефективна економіка» включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Категорія «Б», Наказ Міністерства освіти і науки України № 975 від 11.07.2019). Спеціальності – 051, 071, 072, 073, 075, 076, 292.

Ефективна економіка. 2022. № 9.

DOI: <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2022.9.5>

УДК: 339.7

О. М. Юркевич,

к. е. н., доцент, кафедра корпоративних фінансів і контролінгу,

Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана, м. Київ

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-8172-0186>

О. М. Мозговий,

д. е. н., професор кафедри міжнародних фінансів,

Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана, м. Київ

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6752-4816>

Ю.П. Машина,

к. е. н., доцент, кафедра міжнародних фінансів,

Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана, м. Київ

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8624-8581>

ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ КАПІТАЛУ В ДОКТРИНІ ІСЛАМСЬКИХ ФІНАНСІВ

O. Yurkevich,

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

O. Mozgovy,

Doctor of Economics, Professor of the Department of International Finance, Kyiv National University of Economics named after Vadym Het'man

Yu. Mashyna,

PhD in Economics, Associate Professor, Department of International Finance, Kyiv National University of Economics named after Vadym Het'man

CAPITAL MARKET IN THE DOCTRINE OF ISLAMIC FINANCE: FEATURES OF ITS FUNCTIONING

Релігійні заборони (ріба, гарар, мейсір, харам) визначають як зміст ісламської економічної доктрини, так і специфіку ісламського ринку капіталу, а саме: заборона процентних позик та боргових цінних паперів; заборона більшості видів діяльності, поширених на звичайних фінансових ринках, таких як: маржинальна торгівля, дей-трейдинг, продаж без покриття; заборона більшості похідних інструментів (перш за все деривативів хеджування ризику), таких як: форварди, ф'ючерси, опціони, свопи, а також будь-якого їх комбінування (варанти, свопціони тощо).

Разом з тим в ісламській фінансовій доктрині існують певні особливості функціонування ринку капіталу, які пов'язані з критеріями скринінгу – відповідності тих чи інших пайових цінних паперів вимогам ісламського права. Мова йдеться, перш за все, про дозволені ісламським правом види діяльності, що здійснюються емітентом цінних паперів та нормативні вимоги щодо деяких фінансових коефіцієнтів для допуску у біржовий лістинг.

Згідно систематизації даних: щодо критеріїв ісламського скринінгу акцій згідно регулятору ринку цінних паперів Малайзії та глобального індексу Dow Jones для ісламського ринку, існуючи критерії ісламського скринінгу акцій можна загалом класифікувати за двома категоріями: а) обмеження, пов'язані зі сферою або основним бізнесом компанії, акції якої може утримувати ісламський інвестиційний фонд у своєму портфелі; б) обмеження, пов'язані з фінансовими коефіцієнтами операційної діяльності компанії.

Можна констатувати, що існуючі підходи щодо Ісламського скринінгу цінних паперів не є стандартизованим, що природньо не дуже сприяє зростанню ісламських ринків капіталу. Сумнівним також виглядає встановлення нормативних умов відповідності в контексті фіксованих значень до ринкової капіталізації компанії, оскільки цей показник є дуже мінливим і часто залежить від стану усього ринку цінних паперів. За умов, наприклад, падіння ринкової капіталізації, деякі цінні папери що знаходяться у портфелях ісламських фондів можуть бути автоматично дискваліфіковані, що призведе до хвилі продажів та подальшого зниження ринкової ціни на активи. На

сьогодні, поки що, не запропоновано інструментів в рамках ісламської економічної доктрини щодо запобігання виникненню та розгортанню подібної спіралі делевериджу в умовах мінливої кон'юнктури ринків капіталу.

Religious prohibitions (riba, gharar, meysir, haram) determine both the content of Islamic economic doctrine and the specifics of the Islamic capital markets, namely: the prohibition for interest-bearing loans and debt securities; prohibition for most types of activities which are common in conventional financial markets, such as: margin trading, day-trading; prohibition for most derivative instruments (primarily risk hedging derivatives), such as: forwards, futures, options, swaps, as well as any of their combinations (warrants, swaptions, etc.).

At the same time, in the Islamic financial doctrine, there are certain features of capital market, which are related to the Screening criteria – compliance of equity securities (shares) with the requirements of Islamic law. These are the permitted business activities carried out by the issuer and regulatory requirements to some financial ratios for admission to stock exchange listing.

According to the data: Islamic Screening for Securities to the Malaysian Securities Market Regulator and the Dow Jones Global Index for the Islamic market, the existing criteria for Islamic screening of shares can be generally classified into two categories: a) restrictions related to core business of the company which shares can be held by an Islamic investment fund in its portfolio; b) restrictions related to the financial ratios of the company's operational activity.

It can be stated that existing approaches to the Islamic screening for securities are not standardized, which naturally does not contribute much to the growth of Islamic capital markets. It also seems questionable to establish regulatory compliance requirements in the context of fixed indicators to the company's market capitalization, as this indicator is highly variable and often depends on the state of the market. Under conditions, such as a reduction in market capitalization, some securities in the portfolios of Islamic funds may be automatically disqualified, leading to a wave of sales and a further decline in the assets market price. Also, so

far, no tools have been proposed within the framework of Islamic economic doctrine to prevent the emergence and deployment of such deleveraging spiral in the context of changing conditions in capital markets.

Ключові слова: ісламська економічна доктрина, ісламські фінанси, ринок капіталу, портфельне інвестування, ісламський скринінг акцій.

Keywords: *Islamic economic doctrine, Islamic finance, capital market, portfolio investment, Islamic stock screening.*

Постановка проблеми. Концепти ісламської економічної доктрини які активно почали впроваджуватися у практику в кінці XX-го століття в мусульманських країнах (до цього вони були лише предметом дискусій релігійних правознавців з точки зору відповідності ісламській етиці тих чи інших форм ведення економічної діяльності), були частиною процесу «ісламського відродження», метою якого було пошук «ісламської ідентичності» (англ.: Islamic identity) – альтернативної форми соціально-економічного розвитку мусульманського суспільства на основі релігійної етики та права (на протипагу існуючої демократично-ліберальній моделі).

Релігійні заборони (*ріба, гарар, мейсір, харам*), власне кажучи, і визначають як зміст ісламської економічної доктрини, так і специфіку ісламського ринку капіталу, а саме:

- заборона процентних позик, рахунків та боргових цінних паперів (*ріба*);
- заборона більшості видів діяльності, поширених на звичайних фінансових ринках (через їх зв'язок з *гарар* та *мейсір*), таких як: маржинальна торгівля, дей-трейдинг (англ. day-trading), продаж без покриття;
- заборона більшості похідних інструментів (перш за все деривативів хеджування ризику), таких як: форварди, ф'ючерси, опціони, свопи, а також будь-якого їх комбінування (варанти, свопціони тощо).

Це, однак, не завадило ісламській фінансовій індустрії використовувати деякі з цих інструментів і видів діяльності, а їхня допустимість залишається

предметом «гарячих дискусій» між ісламськими правознавцями і фінансистами з одного боку та релігійними діячами з іншого. Не зважаючи на те, що зазначені інструменти і види діяльності містять більший ризик ніж інші види інвестування і часто використовуються спекулянтами, проте вони також захищаються теоретиками і практиками фінансів як такі, що виконують корисні економічні функції – використовуються у великій кількості фінансових процедур, допомагають управляти численними ризиками та мінливістю, забезпечують стимули для продуктивної праці найманого персоналу.

Разом з тим в ісламській фінансовій доктрині існують певні особливості функціонування ринку капіталу, які пов'язані з критеріями скринінгу – відповідності тих чи інших пайових цінних паперів (акція) вимогам ісламського права. Мова йдеться, перш за все, про дозволені види діяльності що здійснюються емітентом та нормативні вимоги щодо деяких фінансових коефіцієнтів емітента цінних паперів для допуску у біржовий лістинг. Отже, чи є дані обмеження стримуючим фактором для розвитку місцевих ринків капіталу, або сприяють більш ефективному відбору компаній з точки зору пруденціального нагляду, залишається дискусійним питанням та представляє певний аспект наукової проблематики подальшого розвитку ісламської фінансової доктрини.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Ісламські фінанси, протягом останніх 30 років стали складовим елементом глобальної фінансової системи. Вони набули широкого розповсюдження, перш за все в мусульманських країнах, а також користуються попитом у тих регіонах де мешкають мусульманські громади. Головними центрами ісламських фінансів є країни Близького Сходу, а також такі мусульманські південно-азійські країни як Малайзія та Індонезія. Відповідно, академічними центрами дослідження проблематики розвитку ісламської економічної доктрини на сьогодні є: Ісламський економічний інститут (м. Джидда), Ісламська фінансова Академія (м. Дубай), Міжнародний центр освіти ісламських фінансів (м. Куала-Лумпур). Існує велика кількість наукових публікацій у різних напрямках дослідження

даної проблематики, проте переважна їх більшість акцентує увагу лише на релігійно-етичних аспектах доктрини та на обкутуванні необхідності для мусульман дотримання релігійних заборон у сфері ведення комерційної діяльності. В Україні певний науковий доробок у дослідження даної проблематики вносить Центр дослідження ісламських фінансів, що було створено у Київському національному економічному університеті. Науковці центру останнім часом зробили низку публікацій: щодо визначення сутності доктрини ісламських фінансів [1, 2, 3], щодо дослідження динаміки їх якісного розвитку, щодо принципів структурування у концепції ісламських фінансів [4] та основних моделей їх функціонування [5] тощо. Данна робота продовжує цю низку публікацій.

Формулювання цілей статті. Метою роботи є, за допомогою методів класифікації, систематизації та узагальнення, дослідити особливості функціонування пайових інструменти ринку капіталу в мусульманських країнах. Відповідно, *об'єктом* дослідження є – процес функціонування ринку капіталу. *Предметом* дослідження є – теоретичні положення релігійних обмежень ісламського права та практичні аспекти функціонування ринку капіталу в доктрині ісламських фінансів.

Виклад основного матеріалу. Питання розвитку ісламського ринку капіталу не відокремлюється від питання розвитку ринку капіталу в мусульманських країнах в цілому. В деяких мусульманських країнах ринки капіталу досить молоді, в деяких вони більш зрілі, але незалежно від стану, усі вони почали активний розвиток приблизно з 1990-х років, з початком нової хвилі фінансової лібералізації у світі, що дозволило здійснювати іноземні інвестиції та репатріацію прибутків. Однак більшість цих ринків розвиваються недостатньо швидко, як з точки зору обсягів так і своєї інституційної та функціональної якості, оскільки:

- незважаючи на економічне зростання в більшості мусульманських країн, місцеві компанії не прагнуть лістингу на своїх національних фондових

біржах (і-за відсутності довіри до якості регулювання та корпоративного управління) і через те ринки залучають порівняно незначний капітал;

- місцеві компанії що котирують акції на національних фондових біржах мають не значну їх частку у вільному обігу (free-float), а ліквідність ринку залежить від кількох акцій, які виступають лідерами за обсягом торгівлі;
- на більшості ринків капіталу мусульманських країн база інвесторів дуже мала, навіть там де спостерігається стійке зростання капіталізації;
- більшість бірж керуються кількома домінуючими гравцями, створюючи середовище закритого клубу, що робить інвесторів вразливими до різних форм ринкових зловживань та маніпуляцій [6].

Винятком є лише ринки капіталу м. Дубаї (ОАЄ) та м. Куала-Лумпур (Індонезія), які виконують функції регіональних міжнародних фінансових центрів на Близькому Сході та у Південній Азії, відповідно.

В той же час також існують і специфічні проблеми для ефективного функціонування ісламських ринків капіталу, серед яких можна згадати наступні: розробка (або вдосконалення) фінансових інструментів сумісних з ісламським правом, які дають змогу прораховувати ризики та здійснювати управління ними; стандартизація існуючих інструментів в рамках ісламських правових шкіл; зменшення сегментації ринку, нагляд за виконанням контрактів та захист прав інвесторів; запровадження ефективних інфраструктурних інституцій, стандартизація та вдосконалення підходів щодо регулювання ісламських ринків капіталу в рамках ісламських правових шкіл.

Інструменти ринку капіталу можна класифікувати в рамках чотирьох загальних категорій цінних паперів: пайові (акція); боргові (облігація); іпотечні (сек'юритизована нерухомість), похідні (деривативи, метою яких є хеджування ризику). Відповідно, особливістю ісламського ринку капіталу є:

- спеціальні вимоги щодо компанії акції яких котируються на організованих ринках;
- використання сек'юритизації для моделювання боргових цінних паперів;
- відсутність похідних цінних паперів щодо хеджування ризику.

Розглянемо переважаючий сегмент ісламського ринку капіталу, а саме пайові цінні папери більш детально.

За умов не можливості фінансування господарської діяльності шляхом залучення боргового капіталу, ісламська економічна доктрина наголошує особливий пріоритет організаційно-правовим формам (контрактам) спільної / пайової участі (в рамках моделі PLS, англ. Profit and Loss Sharing). До таких форм належать *мудароба*, яка є подібною довірчому товариству та *мушарака* – подібна юридичній особі з колективною формою власності. Проте, як перша форма, так і друга не передбачає емісію цінних паперів для обігу на фондовому ринку.

Партнерство *мудароба* не є, ні відкритим ІСІ (з обов'язком викупу фондом у інвесторів акцій / пайових сертифікатів у будь який час), ні закритим ІСІ (папери якого можуть котируватися на організованому ринку). «Консекутивне» (послідовне) партнерство *мушарака*, теоретично, може бути аналогом акціонерної форми власності (якщо не брати до уваги необмежену відповідальність засновників), проте серед тих прикладів що існують, переважна більшість створюється для реалізації окремого проекту, обов'язково шляхом заснування спеціальної компанії – SPV, метою якої не є довгострокове існування та максимізація своєї капіталізації.

Оскільки дані види партнерств містять високий ступень ризику для інвестора через відсутність якісних процедур корпоративного управління та розробленої ефективної системи пруденціального нагляду, природньо, що вони не отримали широкого розповсюдження на практиці. Таким чином, сьогодні, існуючі організаційно-правові форми в рамках ісламської економічної доктрини (*мудароба* та *мушарака*) не мають відношення до ринку капіталу, а лише можуть використовуватися як інструмент фінансування з обмеженою сферою застосування.

З врахуванням того, що корпоративна форма власності не суперечить принципам ісламської економічної доктрини, торгівля звичайними акціями (окрім превіліюваних) вважається дозволеним видом комерційної діяльності.

Існуючі обмеження щодо торгівлі акціями стосуються: а) бізнесу компанії, акції якої торгуються; б) форми та типу контракту на купівлю/продаж акцій (дозволяється лише поставка проти оплати на умовах спот).

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).

Розробка таких вимог та критеріїв до акцій 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 для акцій 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) [7], 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 [8].

В ісламських фінансах існує консенсус щодо недопустимості торгівлі акціями компаній основна діяльність яких порушує обмеження ісламського права (*харам*). Однак, коли йдеться про змішані види комерційної діяльності, різні юрисдикції та біржові вимоги застосовують різні критерії скринінгу (англ. Screening Criteria) для перевірки відповідності акцій (англ. Shariah Compliant), а також відрізняються різними рівнями толерантності. Наприклад, у Малайзії (найбільш розвинений ісламський ринок капіталу) не використовуються контрольні показники заборгованості чи ліквідності, та не вимагають

додаткової інформації від компаній ніж та, що міститься в їх фінансовій звітності.

Згідно систематизації даних: а) щодо критеріїв ісламського скринінгу акцій згідно регулятору ринку цінних паперів Малайзії (Screening Criteria of SEC Malaysia) [9] та б) глобального індексу Dow Jones для ісламського ринку (англ. Dow Jones Islamic Index Screening Criteria) [10], існуючи критерії ісламського скринінгу акцій можна загалом класифікувати за двома категоріями:

1) 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, виробництво / торгівля алкогольними напоями, тютюном, забороненими харчовими продуктами. 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 повний консенсус серед усіх ісламських правових шкіл, що знайшло своє відображення у розроблених методиках Ісламського скринінгу акцій – в Малайзії, Пакистані або на Близькому Сході.

2) 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 основних коефіцієнтів які

використовуються у процедурах ісламського скринінгу можна виокремити наступні:

- співвідношення боргу до власного капіталу (англ. debt to equity ratio);
- частка доходу від недозволених шаріатом видів комерційної діяльності (англ. Non-compliant income to total revenue) та інвестицій у не дозволені види комерційної діяльності (англ. non-compliant investment to total assets).

Цільові значення даних коефіцієнтів наведено в таблиці 1 та таблиці 2.

Таблиця 1. Вимоги Ісламського скринінгу за різними методиками щодо боргового навантаження

	Показники		
	Debt to Equity Ratio	Debt to Assets Ratio	Debt to Market Capitalization Ratio
Регулятор ринку цінних паперів Малайзії	немає	немає	немає
Глобальний індекс Dow Jones	немає	немає	< 33,0 %
Пакистанський банк Meezan	немає	< 37,0 %	немає
Нормативне значення у конвенціональних фінансах	1,0-1,5	< 0,6-0,7 (60-70 %)	~0,3-0,6

Джерело: складено авторами на основі [8, 9, 10, 11].

Таблиця 2. Вимоги Ісламського скринінгу за різними методиками щодо частки доходу та інвестицій у не дозволені види комерційної діяльності

	Показники	
	Дохід від не дозволених видів комерційної діяльності	Інвестиції у недозволені види комерційної діяльності
Регулятор ринку цінних паперів Малайзії	немає	немає
Глобальний індекс Dow Jones	немає	немає
Пакистанський банк Meezan	< 5,0 %	< 33,0 %

Джерело: складено автором на основі [8, 9, 10, 11].

Висновки. Узагальнюючи існуючі параметри Ісламського скринінгу можна виокремити наступні:

- а) співвідношення боргу до власного капіталу (англ. debt to equity ratio).

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 вони були обмежені «допустимим рівнем». Шаріат розглядає «незначну кількість» як таку, що не впливає на «допустимість». Але де між цими поняттями межа?

Ісламські правознавці стверджують, що у шаріаті є багато вказівок, які вказують на «одну третину» як «багато», а все, що менше однієї третини, є «дрібницею». З оглядом 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). Тобто частка боргу до власного капіталу, що не перевищує 33 % багатьма ісламськими правознавцями та релігійними діячами вважається допустимою.

У конвенціональних корпоративних фінансах оптимальним значенням коефіцієнта фінансового левериджу вважається 1,0. Найбільш поширеним його значенням в розвинутих економіках є 1,5 (тобто 60 % боргового капіталу та 40 % власного) – майже у два рази більше ніж нормативна вимога з точки зору ісламського права. Проте, в усіх існуючих методиках Ісламського скринінгу нормативне значення показника співвідношення боргу до власного капіталу **не** використовується. Замість цього критерієм допустимості виступають показники співвідношення боргу до активів (англ. debt to assets ratio) та співвідношення боргу до ринкової капіталізації акцій компанії (англ. debt to market capitalization ratio).

Коефіцієнт фінансової залежності (співвідношення боргу до активів) – показує залежність компанії від зовнішніх джерел фінансування, таким чином він характеризує фінансову стійкість компанії. Оптимальним значенням коефіцієнту прийнято вважати 0,5 – це означає, що зобов'язання компанії становлять лише 50 % від її загальних активів. Нормальним коефіцієнт фінансової залежності вважається не більше 0,6-0,7.

За даними порталу Finrange.com, на початок 2022 року, більшість великих компаній мали близьким до нормативу значення Коефіцієнту фінансової залежності. Так, наприклад у компанії Apple він дорівнював 0,8; у Microsoft –

0,57; у Amazon – 0,71; Coca-Cola – 0,76; Netflix – 0,72; Tesla – 0,56; Telkom Indonesia – 0,51.

Парадоксально, але «блакитна фішка» ринку капіталу мусульманської країни – акції компанії Telkom Indonesia не відповідають вимогам Ісламського скринінгу з точки зору пакистанського банку Meezan: показник 0,51 при 0,37 за нормативом. Хоча в методиці Ісламського скринінгу Індонезії, нормативу щодо співвідношення боргу до активів – немає.

Інший показник, співвідношення боргу до капіталізації – це інструмент, що вимірює загальну суму непогашеного боргу компанії у відсотках від її загальної капіталізації. Коефіцієнт є показником кредитного плеча компанії, боргом що використовується для придбання нею активів. Вважається, що компанії з більшою заборгованістю слід керувати нею більш ретельно, забезпечуючи достатній грошовий потік для управління платежами.

Як правило, більшість великих компаній, акції яких котируються на розвинених фондових ринках мають значення цього показника від 30 до 70 %. Така розбіжність утворюється в результаті різної оцінки учасниками ринку акцій тих чи інших компаній. Загалом, багато інвесторів шукають компанію з коефіцієнтом боргу від 0,3 до 0,6.

б) інша група показників Ісламського скринінгу акцій пов'язана з частками доходу від недозволених шаріатом видів комерційної діяльності (англ. Non-compliant income to total revenue) та інвестицій у не дозволені види комерційної діяльності (англ. non-compliant investment to total assets). Нормативним значенням частки доходу з недозволених видів діяльності вважається – 5 % за всіма методиками, окрім Глобального індексу Dow Jones, де такі вимоги відсутні взагалі. Проте малайзійській регулятор встановив більш гнучкі правила, виокремлюючи такі поняття як «загальноприйнята комерційна діяльність, або така, яку важко запобігти» (*umum balwa*) та «комерційна діяльність що має суспільне значення» (*maslaha*). Для них нормативне значення показників становить 10 % та 25 % відповідно. Щодо обмеження на інвестиції, воно існує лише у Пакистані.

Отже, можна констатувати, що існуючі підходи щодо Ісламського скринінгу цінних паперів не є стандартизованим, що природньо не дуже сприяє зростанню ісламських ринків капіталу. Сумнівним також виглядає встановлення нормативних умов відповідності в контексті фіксованих значень до ринкової капіталізації компанії, оскільки цей показник є дуже мінливим і часто залежить від стану усього ринку цінних паперів. За умов, наприклад, падіння ринкової капіталізації, деякі цінні папери що знаходяться у портфелях ісламських фондів можуть бути автоматично дискваліфіковані, що призведе до хвилі продажів та подальшого зниження ринкової ціни на активи. На сьогодні, поки що, не запропоновано інструментів в рамках ісламської економічної доктрини щодо запобігання виникненню та розгортанню подібної спіралі делевериджу в умовах мінливої кон'юнктури ринків капіталу.

Література

1. Мозговий О. М., Субочев О. В., Юркевич О. М. Сучасний стан індустрії ісламських фінансів: статистика якісного розвитку. Інвестиції: практика та досвід. 2017. № 7. С. 8-14.
2. Мозговой О.М., Юркевич О.М., Субочев О.В. Сутність та розвиток доктрини ісламських фінансів. Економіка України, № 1 (674) 2018, с. 71-82.
3. Мозговой О.М., Юркевич О.М., Субочев О.В. Сутність та розвиток доктрини ісламських фінансів. Економіка України, № 2 (675) 2018, с. 65-79.
4. Юркевич О. М., Субочев О. В., Лихолет С. І. Структуровані фінанси як окремий елемент глобальної фінансової системи. Економіка та держава. 2020. № 11. С. 47-53.
5. Мозговий О. М., Субочев О. В., Юркевич О. М. Основні моделі функціонування ісламських фінансів: критичний погляд. Інвестиції: практика та досвід. 2017. № 6. С. 20-25.
6. Salman Syed Ali. Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges. Islamic Development Bank Group. Islamic Research and Training Institute. Occasional Paper No. 9. 1425H / 2005. [Електронний ресурс]. – Режим

доступу: https://www.isfin.net/sites/isfin.com/files/islamic_capital_market_products_developments_and_challenges.pdf

7. Mohamed Ariff. Islamic Banking in South-East Asia. Institute of South-East Asian studies. 1992. 194 p.

8. Bursa Malaysia. Indices. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/indices/ftse_bursa_malaysia_indices/ftse_bursa_malaysia_klci

9. SEC of Malaysia. Frequently asked questions on revised Shariah Screening methodology. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.sc.com.my/regulation/regulatory-faqs/frequently-asked-questions-on-revised-shariah-screening-methodology>

10. Dow Jones Islamic Market Indices Methodology (2021). [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-dj-islamic-market-indices.pdf>

References

1. Mozgovy, O., Subochev, O. and Yurkevich, O. (2017), “Current state of islamic finance industry: development data”, *Investytsiyi: praktyka ta dosvid*, vol. 7, pp. 8-14.

2. Mozgovyy, O. Yurkevych, O. and Subochev, O. (2018), “The essence and development of the Islamic finance doctrine”, *Ekonomika Ukrainy*, vol. 1 (674), pp. 71-82.

3. Mozgovyy, O. Yurkevych, O. and Subochev, O. (2018), “The essence and development of the Islamic finance doctrine”, *Ekonomika Ukrainy*, vol. 2 (675), pp. 65-79.

4. Subochev, O. Yurkevych, O. and Lykholet, S. (2020), “Structured finance as a separate element of global financial system”, *Ekonomika ta derzhava*, vol. 11, pp. 47-53.

5. Mozgovyy, O. Yurkevych, O. and Subochev, O. (2017), “Basic models of Islamic finance: a critical view”, *Investytsiyi: praktyka ta dosvid*, vol. 6, pp. 20-25.
6. Salman Syed Ali (2005), “Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges”, *Islamic Development Bank Group, Islamic Research and Training Institute*, [Online], Occasional Paper No. 9. 1425H / 2005, available at: https://www.isfin.net/sites/isfin.com/files/islamic_capital_market_products-_developments_and_challenges.pdf (Accessed September 04, 2022).
7. Ariff, Mohamed (1992), *Islamic Banking in South-East Asia*, Institute of South-East Asian studies, Kuala Lumpur, Malaysia.
8. The official site of Bursa Malaysia (2022), “Indices”, available at: https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/indices/ftse_bursa_malaysia_indices/ftse_bursa_malaysia_klci (Accessed September 04, 2022).
9. The official site of SEC of Malaysia (2022), “Frequently asked questions on revised Shariah Screening methodology”, available at: <https://www.sc.com.my/regulation/regulatory-faqs/frequently-asked-questions-on-revised-shariah-screening-methodology> (Accessed September 04, 2022).
10. S&P Dow Jones Indices: Index Methodology (2022), “Dow Jones Islamic Market Indices Methodology”, available at: <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-dj-islamic-market-indices.pdf> (Accessed September 04, 2022).

Стаття надійшла до редакції 04.09.2022 р.