

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. 2025. № 3.

DOI: <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2025.3.69>

УДК 336.76:297.3

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>

ОСОБЛИВОСТІ МЕХАНІЗМУ ФУНКЦІОНУВАННЯ ІСЛАМСЬКОГО РИНКУ «БОРГОВИХ» 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 “DEBT” SECURITIES MARKET

У статті досліджено особливості механізму функціонування ісламського ринку боргових цінних паперів, зокрема фінансового інструменту сукук, який виступає альтернативою традиційним облігаціям. Проаналізовано основні принципи ісламських фінансів, що впливають на випуск та обіг боргових зобов'язань, зокрема заборони ріба (відсоткових платежів), гарар (невизначеності) та майсір (спекуляцій). Визначено ключові відмінності між сукук та класичними борговими інструментами, окреслено їхню роль у фінансуванні інфраструктурних проектів, а також розглянуто вплив ісламського права на нормативно-правове регулювання ринку. Приділено увагу сучасним тенденціям розвитку цього сегмента фінансового ринку, його перевагам, викликам та перспективам подальшої інтеграції в міжнародну фінансову систему. Проведено аналіз ліквідності сукук у порівнянні з традиційними облігаціями та розглянуто особливості їх емісії у контексті найпоширеніших моделей. Окремо підкреслено значення гармонізації регуляторних стандартів для підвищення ефективності ісламських фінансових інструментів та їх конкурентоспроможності у глобальній економіці.

The article examines the peculiarities of the mechanism of functioning of the Islamic debt securities market, focusing on the financial instrument Sukuk, which serves as an alternative to conventional bonds while adhering to the principles of Islamic finance. The study analyzes the key financial and legal aspects that influence the issuance, circulation, and regulation of Sukuk, emphasizing the fundamental prohibitions in Islamic finance, including Riba (interest), Gharar (excessive uncertainty), and Maysir (speculation). The paper highlights the structural and functional differences between Sukuk and traditional bonds, with a particular focus on their asset-backed nature and compliance with Shariah principles. Additionally, it explores the role of Sukuk in financing large-scale infrastructure projects, business expansion, and sovereign debt management, illustrating their growing significance in global capital markets. The analysis extends to the increasing adoption of Sukuk by both government and corporate entities, reflecting their potential for sustainable and ethical financing.

The study further investigates the key challenges and advantages of the Sukuk market, including liquidity constraints, investor diversification, and regulatory harmonization efforts across different jurisdictions. Special attention

is given to the mechanisms of Islamic screening for debt securities, the financial ratios used to assess Shariah compliance, and the role of Shariah supervisory boards in overseeing adherence to religious principles. Moreover, the paper examines the impact of global financial trends on the development of the Sukuk market, analyzing the adaptation of Islamic financial instruments within different regulatory environments and their interplay with conventional financial systems. It also highlights ongoing initiatives aimed at increasing transparency, enhancing the legal framework, and improving standardization in Sukuk structures to address existing inefficiencies and market fragmentation.

The findings of this research contribute to a deeper understanding of the operational and regulatory foundations of Islamic debt securities, highlighting their potential for fostering financial stability, ethical investment, and sustainable economic development. The study underscores the necessity for continued innovation in Sukuk structures, improvements in secondary market liquidity, and greater cross-border collaboration to support the long-term growth and global integration of Islamic financial markets.

Ключові слова: Ісламські фінанси, міжнародна фінансова система, сукук, боргові цінні папери, фінансовий ринок, ісламська правова система, інвестиційні інструменти, портфель.

Keywords: Islamic finance, International financial system, Sukuk, debt securities, financial market, Islamic legal system, investment instruments, portfolio.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. У сучасному фінансовому світі ісламські фінанси набувають дедалі більшого значення, особливо у контексті розширення ринку боргових цінних паперів. Одним із ключових інструментів цього сегмента є сукук – ісламський аналог облігацій, що відповідає принципам шаріату. Відсутність відсоткових платежів (ріба) та спекулятивних операцій створює особливий механізм функціонування цього ринку, що суттєво відрізняється від традиційних фінансових систем.

Попри швидке зростання популярності сукук у країнах Близького Сходу, Південно-Східної Азії та навіть у деяких західних фінансових центрах, їхнє впровадження залишається обмеженим через низку правових, економічних та регуляторних бар'єрів. Відмінності у підходах до фінансового регулювання, необхідність дотримання норм ісламського права, а також відносна новизна цього інструменту для багатьох інвесторів ускладнюють його адаптацію у глобальній фінансовій системі.

Вивчення механізму функціонування ринку ісламських боргових цінних паперів є важливим як з наукової, так і з практичної точки зору. З одного боку, це дозволяє поглибити розуміння ролі ісламських фінансових інструментів у глобальній фінансовій системі, а з іншого – оцінити їхній потенціал для диверсифікації джерел фінансування та залучення інвестицій у нових регіонах. Дослідження цієї теми є актуальним у контексті пошуку альтернативних моделей фінансування, які могли б сприяти економічній стабільності та стійкому розвитку міжнародних фінансових ринків.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Серед наукових праць, присвячених дослідженню ринку сукук, варто відзначити роботи О. Мозгового, О. Субочева, О. Юркевич, які аналізують принципи випуску та обігу сукук, їхню роль у розвитку ісламських фінансів, а також ключові відмінності між традиційними борговими інструментами та ісламськими фінансовими продуктами. Значний внесок у цю сферу зробили також Мухаммад Аюб, Аббас Мірякхор, С. Касим, які розглядають глобальні тенденції розвитку ринку сукук та його адаптацію до міжнародних фінансових систем. Проте, незважаючи на активний розвиток цього сегмента, залишається недостатньо дослідженими проблеми розширення бази інвесторів та механізмів підвищення ліквідності цих інструментів, що, на наш погляд, є важливими факторами для подальшого зростання цього ринку.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Метою статті є аналіз механізму функціонування ринку сукук, визначення його ключових особливостей у порівнянні з традиційними борговими інструментами, а

також дослідження найбільш розповсюджених моделей сукук. Дослідження спрямоване на виявлення переваг та викликів, пов'язаних із емісією та регулюванням сукук, а також на розгляд можливостей його подальшої інтеграції в міжнародну фінансову систему.

Виклад основного матеріалу дослідження. Ринок боргових цінних паперів (англ. bond market) – це сегмент фінансового ринку, на якому здійснюється випуск, обіг і погашення боргових цінних паперів, таких як облігації, казначейські векселі, комерційні папери та інші фінансові інструменти, що підтверджують зобов'язання емітента виплатити інвестору номінальну вартість паперу у визначений строк, а також, у більшості випадків, сплачувати відсотковий дохід.

В доктрині ісламських фінансів роль конвенціональних боргових інструментів виконує ринок *сукук*, який заснований на принципах *шаріату* та передбачає сек'юритизацію активів, уникаючи традиційного відсоткового доходу (*ріба*). У популярній літературі та ЗМІ часто використовується термін «ісламська облігація» щодо *сукук*, але з академічної та *шаріатської* точки зору він є не зовсім коректним:

- Традиційні облігації – це боргові зобов'язання: емітент залучає позику від інвесторів і зобов'язується виплатити основну суму боргу плюс відсотки (*ріба*), що заборонено в доктрині ісламських фінансів. *Сукук* – це пайові інструменти, які прив'язані до реальних активів (або проектів) і приносять прибуток. Інвестори не є кредиторами, а по суті виступають співвласниками активів.
- Облігації базуються на грошових потоках (фіксовані виплати відсотків і погашення боргу). *Сукук* структуровані на основі сек'юритизації реальних активів і приносять дохід від їхньої експлуатації (оренда, прибуток від проекту тощо).
- Облігації мають фіксований відсотковий дохід або залежать від індикативної ставки (наприклад, LIBOR). *Сукук* забезпечує дохід із прибутку активу (наприклад, орендні платежі, торговельна виручка).

- Облігація – це кредитна вимога до емітента. Сукук – це сертифікати долевого володіння, які дають право на частку в реальних активах та доходів з них.

Таким чином, термін «ісламська облігація» допомагає пояснити сутність сукук для широкої аудиторії, проте він вводить в оману, оскільки сукук не є борговим інструментом у традиційному розумінні. Більш коректне визначення для сукук було б: **«сертифікати сек'юритизованих активів, що відповідають *шаріату*»**. Порівняння традиційних боргових цінних паперів та ісламських фінансових сертифікатів наведено в таблиці 1.

Таблиця 1. Структурні та фінансові відмінності між традиційними облігаціями та сукук.

Критерій	Облігація	Сукук
Юридична природа	Борговий цінний папір (боргове зобов'язання емітента перед інвестором)	Сертифікати володіння часткою в реальному активі або бізнесі
Механізм отримання доходу	Процентний дохід (фіксована або змінна ставка), що є <i>ріба</i>	Дохід від використання активу (оренда, торгова діяльність тощо)
Забезпечення активами	Не обов'язково (облігації можуть бути без забезпечення)	Обов'язково (сукук має бути прив'язаним до активів)
Фіксована ставка доходу	Так	Ні, залежить від прибутковості активу
Наявність ризику для інвестора	Мінімальний (залежить від кредитного рейтингу емітента)	Вищий, оскільки інвестор бере участь у ризиках активу
Відносини між емітентом та інвестором	Кредитор – Боржник	Інвестор – Співвласник активу
Регулювання	Традиційне регулювання	Узгоджується з <i>шаріатом</i>

Джерело: сформовано авторами.

Отже, в основі емісії сукук лежить сек'юритизація – процес трансформації неліквідних активів (наприклад, нерухомості, автокредитів, лізингових контрактів) в ринкові цінні папери, які можуть продаватися інвесторам. В процесі сек'юритизації активи передаються в спеціальну юридичну особу (англ. SPV – Special Purpose Vehicle), яка випускає цінні папери (наприклад, облігації або сукук) та залучає фінансування.

Основна ціль сек'юритизації – перетворення неліквідних активів в ліквідні і розподіл ризиків між інвесторами. Проте, ісламська сек'юритизація базується на принципах *шаріату*, що накладає кілька ключових обмежень: обов'язкове використання реальних активів; обов'язкова відсутність процентних платежів; рівномірний розподіл ризиків між інвесторами.

В контексті цього, в рамках доктрини ісламських фінансів, традиційні іпотечні цінні папери (англ. Mortgage-Backed Securities, MBS), засновані на іпотечних кредитах із відсотковими платежами – заборонені, оскільки вони порушують кілька принципів *шаріату*:

- *ріба* (відсотки) – іпотечні кредити у традиційній моделі містять відсоткові платежі;
- *гарар* (невизначеність) – структура MBS включає спекулятивні елементи та фінансові деривативи, що також заборонено;
- відсутність реальної економічної діяльності – у більшості випадків власники MBS отримують дохід не від реального активу (нерухомості), а від відсоткових платежів позичальників, що порушує принцип прив'язки до матеріальних активів.

Коріння *сукук* сягає раннього ісламського періоду (VII століття), коли фінансові операції регулювалися нормами *шаріату*. Ще за часів халіфатів використовувалися торгові розписки, що підтверджували пайову участь в активах і прибутках. Це можна розглядати як прообраз сучасних *сукук* [1].

У середньовіччі (VIII–XV століття) в ісламському світі розвивалися *мудароба* (пайове фінансування) та *мурабаха* (торговельні угоди), які використовувалися для фінансування караванів і будівництва інфраструктури. Фінансові документи, що засвідчували право власності на товари в цих угодах активно оберталися на ринку серед торговців і фінансистів. В ті часи головним центром економічної активності на Близькому Сході була Османська імперія, в якій використовувалися боргові розписки, еквівалентні сучасним *шаріатським* облігаціям.

Після періоду колонізації (XX століття), мусульманські країни почали відновлювати ісламські фінансові принципи. Приблизно наприкінці 1980-х років розпочалася робота над створенням ісламських цінних паперів, що відповідають нормам *шаріату*. А вже з початком XXI століття відбулося становлення та зростання сучасного глобального ринку сукук (таблиця 2).

Таблиця 2. Ключові етапи розвитку глобального ринку сукук.

Період	Подія
2000 рік	• уряд Бахрейну випустив перший суверенний сукук.
2002 рік	• Малайзія випустила перший міжнародний сукук у доларах США.
2008 рік	• під час світової фінансової кризи сукук виявився більш стійким, ніж традиційні облігації.
2014 рік	• Велика Британія стала першою західною країною, яка випустила державний сукук на суму \$200 млн
з 2010-х років	• ОАЕ, Саудівська Аравія, Туреччина, Пакистан, Індонезія та інші країни активно використовують сукук для фінансування інфраструктурних і державних проектів.

Джерело: сформовано на основі [1].

На сьогодні ринок сукук перевищує \$750 млрд. і продовжує зростати. Більша частина емісії припадає на Малайзію, ОАЕ, Саудівську Аравію та Індонезію, але Велика Британія, США, Китай та африканські країни також проявляють зацікавленість у цих інструментах. Відповідно до Fitch Ratings (2025), глобальний обсяг випущених сукук перевищить \$1 трлн у 2025 році, що зміцнить їхню роль на ринках боргового капіталу країн Організації ісламського співробітництва (ОІС) та ринках, що розвиваються [2].

Згідно з Saturna Capital (2024), станом на кінець 2023 року загальний обсяг непогашених сукук у всьому світі становив понад \$850 млрд, причому найбільша частка випусків припадає на малайзійський рингит (36,9%), за яким слідує долар США (25,0%) та саудівський ріал (20,5%) [3]. Тобто, разом ці три валюти охоплюють 82,4% ринку всіх емісій сукук.

Таким чином, сукук еволюціонував від середньовічних торговельних документів до глобального фінансового інструменту, який сьогодні

використовується як мусульманськими країнами, так і міжнародними корпораціями для залучення капіталу.

Сукук – це ісламські фінансові сертифікати, що є пайовими інструментами, які відповідають принципам *шаріату*. Вони надають інвесторам право на частку в певних активах або проектах та дохід від них, уникаючи заборонених в ісламі відсоткових платежів (*ріба*).

Офіційні визначення сукук від Організації бухгалтерського обліку та аудиту ісламських фінансових установ (AAOIFI), таке: «Сукук – це «сертифікати рівної вартості, що представляють собою неподільні частки у власності на матеріальні активи, узурфрукт або послуги» [4]. Рада з ісламських фінансових послуг (IFSB) визначає сукук як: «сертифікати, що представляють пропорційне неподільне право на частку в реальному активі, або в сукупності реальних активів, або у комерційному підприємстві» [5].

Емісія сукук зазвичай передбачає структурування пулів активів їх трансформацію у цінні папери. Їхня структура базується на конкретному контракті обміну, який може бути реалізований через: **1)** оренду активів (зворотний лізинг); **2)** купівлю-продаж із відстроченим платежем (синтетичні кредити, закупівлі), або **3)** участь у спільному бізнесі (розподіл прибутку).

AAOIFI офіційно визначає 14 різних видів сукук, проте їхня структура ґрунтується на одній із цих трьох основних форм, легітимних в рамках доктрини ісламських фінансів [4].

На сьогодні, найпопулярнішим серед всіх є сукук *аль-іджара* (англ. Sukuk Al-Ijara), який засновано на ісламській лізинговій угоді. Він є, серед всіх інших, найбільш прозорим та найменш ризиковим для інвесторів. В той же час, серед тих видів сукук що реально використовуються на практиці, можна виокремити 10 типів, з них – 7 основних та 3 додаткових (таблиця 3).

Таблиця 3. Найбільш розповсюджені види сукук.

Вид сукук	Фінансова сутність
Основні:	
<i>сукук аль-іджара</i> (англ. Sukuk al-Ijara)	заснований на лізингу (оренді). Інвестори отримують дохід від здачі в оренду майна;
<i>сукук аль-салам</i> (англ. Sukuk al-Salam)	заснований на передоплаті за товар із відстроченою поставкою. Використовується в сільському господарстві та торгівлі;
<i>сукук аль-мурабаха</i> (англ. Sukuk al-Murabaha)	торговельна угода з націнкою. Частіше застосовується в приватних розміщеннях, але не котирується на вторинному ринку;
<i>сукук аль-мушарака</i> (англ. Sukuk al-Musharaka)	заснований на партнерському фінансуванні, де інвестори та емітент разом беруть участь у бізнесі;
<i>сукук аль-мудараба</i> (англ. Sukuk al-Mudaraba)	аналог венчурного капіталу, де одна сторона (<i>раб-аль-маль</i>) фінансує, а інша (<i>мударіб</i>) керує бізнесом;
<i>сукук аль-істісна</i> (англ. Sukuk al-Istisna)	використовується для фінансування будівництва та інфраструктурних проектів;
Комбіновані сукук (англ. Hybrid Sukuk)	змішані структури, що поєднують різні шариатські контракти (наприклад, <i>іджара</i> + <i>мушарака</i>);
Додаткові:	
<i>сукук аль-вакала</i> (англ. Sukuk al-Wakalah)	інвестори призначають агента (<i>вакаль</i>), який управляє їхнім капіталом і розподіляє прибуток;
<i>сукук аль-таваррук</i> (англ. Sukuk al-Tawarruq)	структурований через ланцюг товарних угод (але цей механізм викликає суперечки серед ісламських правознавців);
<i>сукук аль-манфа'а</i> (англ. Sukuk al-Manfa'a)	базується на сек'юритизації прав користування (узуфрукту), наприклад, на нерухомість або послуги

Джерело: сформовано на основі [4, 5].

Розглянемо ці види більш детально.

Сукук аль-Іджара (англ. Sukuk al-Ijara).

Іджара (оренда) – це контракт, згідно з яким одна сторона купує та передає в оренду обладнання або актив, необхідний клієнту, за певну орендну плату. Тривалість оренди та розмір платежів встановлюються заздалегідь, а власність на актив залишається за орендодавцем. *Сукук аль-іджара* – це цінні папери, що підтверджують право власності на певні матеріальні активи, які передаються в оренду за договором. Це означає, що вони можуть вільно обертатися на ринку за ціною, яка визначається ринковими умовами.

Характеристика сукук аль-іджара.

Сукук аль-іджара пов'язані з ризиками, що впливають зі здатності та бажання орендаря здійснювати орендні платежі, а також залежать від змін ринкових цін на активи та витрат на обслуговування та страхування. Очікувана чиста прибутковість *сукук аль-іджара* може бути не повністю фіксованою, оскільки витрати на утримання та страхування активу можуть змінюватися. Це ліквідний інструмент, якій вільно торгується на вторинному ринку. Ці *сукук* можуть випускати центральний уряд, муніципалітети, фонди *вакаф* (англ. *awqaf*) або будь-які інші користувачі активів – як державні, так і приватні. Випуск також можуть здійснювати фінансові посередники або безпосередньо користувачі орендованих активів. Власники *сукук аль-іджара*, як співвласники активу, відповідають за його утримання, щоб орендар міг максимально ефективно його використовувати (рисунок 1).



Рис. 1. Структура угоди сукук аль-іджара.

Джерело: Систематизовано, узагальнено та згруповано авторами.

Таблиця 4. Кроки структури угоди сукук аль-іджара.

Кроки:	
•	1. Зобов'язана сторона продає певні активи SPV (спеціально створеній компанії) за узгодженою заздалегідь ціною.
•	2a. SPV випускає сукук і залучає фінансування у розмірі купівельної ціни активу.
•	2b. Ці кошти передаються зобов'язальній стороні (як продавцю).
•	3. SPV підписує договір оренди з зобов'язальною стороною на певний термін, згідно з яким вона орендує активи назад як орендар.
•	4a. SPV отримує періодичні орендні платежі від зобов'язальної сторони.
•	4b. Отримані кошти розподіляються між інвесторами (власниками сукук).
•	5. На момент погашення або у разі дострокового припинення угоди SPV продає активи назад продавцю за попередньо узгодженою ціною. Ця ціна повинна відповідати залишковій сумі платежів за умовами сукук аль-іджара.

Джерело: сформовано на основі [4, 5].

Сукук аль-іджара є на сьогодні найбільш поширеним видом. Його популярність серед інвесторів визначається низкою чинників, які систематизовано в таблиці 5.

Таблиця 5. Головні чинники, що визначають лідерство сукук аль-іджара серед інших видів сукук.

Чинник	Коментар
Відповідність принципам шаріату:	Базується на лізингових угодах, що відповідають ісламському праву, оскільки вони уникають процентних платежів (<i>ріба</i>). Власники сукук аль-іджара, як співвласники активу, несуть відповідальність за його утримання, що забезпечує справедливий розподіл ризиків між сторонами згідно <i>шаріату</i> .
Прозорість та зрозумілість	Структура сукук аль-іджара є простою для розуміння, оскільки вона передбачає передачу права користування активом в обмін на орендні платежі, що робить її привабливою для інвесторів.
Гнучкість у використанні активів	Ця структура дозволяє використовувати різні типи активів, включаючи нерухомість та обладнання, що розширює можливості для емітентів.
Ліквідність на вторинному ринку	Сукук аль-іджара є оборотними цінними паперами та можуть вільно торгуватися на вторинному ринку, забезпечуючи інвесторам можливість легко входити та виходити з інвестицій.

Джерело: сформовано на основі [6, 7].

Сукук аль-Салам (англ. Sukuk al-Salam).

Салам – це угода купівлі-продажу певного товару, чітко визначеного за якістю та кількістю, який буде поставлений покупцеві в майбутньому на

фіксовану дату в обмін на повну попередню оплату вартості товару в момент укладення угоди. Таким чином, *сукук аль-салам* – це сертифікати рівної вартості, які випускаються з метою мобілізації капіталу для угод *салам*, у результаті чого товари, що підлягають поставці, стають власністю власників сертифікатів.

- Емітент сертифікатів – продавець товару за угодою *салам*.
- Підписники сертифікатів – покупці товару.
- Отримані кошти від підписки є оплатою за товар (*салам*-капітал).
- Власники сертифікатів *аль-салам* є власниками товарів за угодою *салам* і мають право на дохід від продажу товару або його реалізації через паралельну угоду *салам*.

Сукук аль-салам можуть бути випущені спеціальною компанією SPV (англ. Special Purpose Vehicle), яка залучає кошти інвесторів і передає їх компанії-облігатору (зобов'язальній стороні) як авансовий платіж за майбутній товар. SPV також може призначити агента для продажу товарів у момент їх поставки за можливо вищою ціною. Різниця між ціною покупки та ціною продажу буде прибутком SPV та, відповідно, власників *сукук*.

Сертифікати *аль-салам* повинні відповідати всім стандартним вимогам *шаріату*, які застосовуються до угод *салам*, зокрема:

- повна оплата вартості товару покупцем у момент укладення угоди;
- стандартизована природа товару;
- чітке визначення кількості, якості, дати та місця поставки.

Одна з важливих умов *шаріату* для угод *салам* і випуску *сукук аль-салам* – товари не можуть бути перепродані до їх фактичного отримання на момент поставки. Це пов'язано з тим, що така угода буде розглядатися як торгівля боргом, що заборонено *шаріатом*. Через цю особливість *сукук аль-салам* мають низьку ліквідність і менш привабливі для інвесторів, оскільки їх **не можна вільно продавати на вторинному ринку**. Тому інвестори купують *сукук аль-салам*, якщо очікують підвищення цін на базовий товар у момент погашення.

Структура цієї угоди наведена на (рисунку 2).

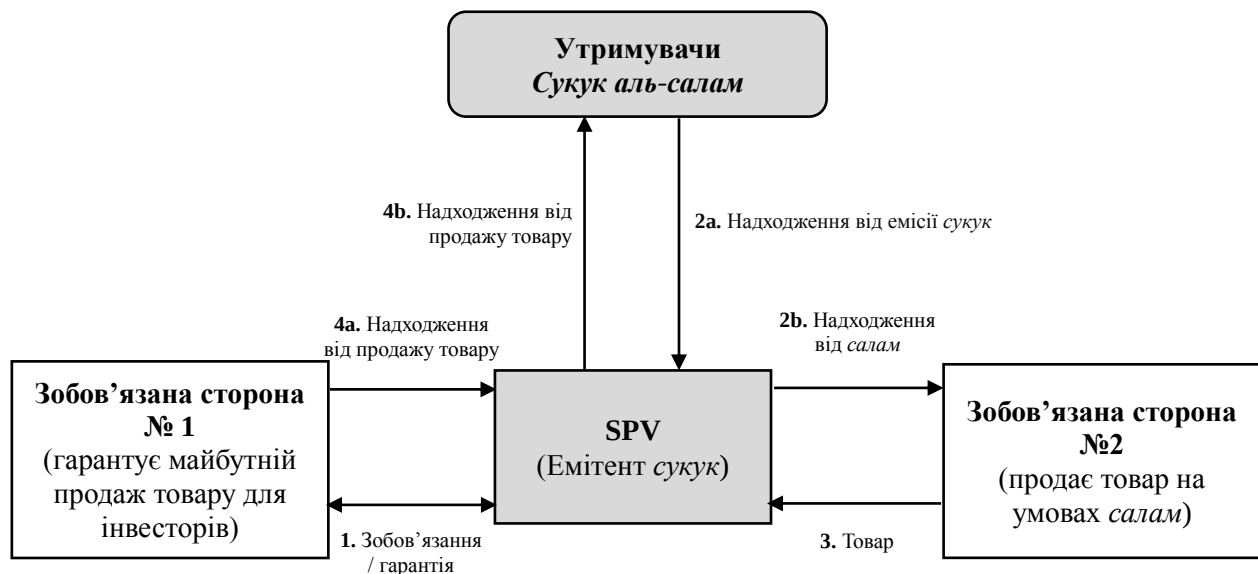


Рис. 2. Структура угоди сукук аль-салам.

Джерело: Систематизовано, узагальнено та згруповано авторами.

Кроки, що беруть участь у цієї структури наведено в таблиці 6.

Таблиця 6. Кроки структури угоди сукук аль-салам.

Кроки:
• 1. SPV підписує угоду з Зобов'язальною стороною №1 на закупівлю товару та організацію його подальшого продажу. Сторона №1 зобов'язується купити товар від імені власників сукук і потім продати його для отримання прибутку на користь власників сукук. • 2а. Випуск сертифікатів салам – інвестори купують сукук, а SPV отримує надходження від емісії. • 2b. Отримані кошти передаються Зобов'язальній стороні №2, яка здійснює продаж товару (його виготовлення) за форвардною угодою (майбутня поставка). • 3. SPV отримує товари від Сторони №2 після виконання угоди салам. • 4а. Сторона №1 продає товар від імені власників сукук за вищою ціною, отримуючи прибуток. • 4b. Інвестори отримують дохід від продажу товару відповідно до умов емісії сукук.

Джерело: сформовано на основі [8, 9, 10].

Сукук аль-Мурабаха (англ. Sukuk al-Murabaha).

Мурабаха – це угода купівлі-продажу, за якою товар продається за ціною, що включає початкову вартість товару плюс узгоджену маржу прибутку. Отже, *сукук аль-мурабаха* – це сертифікати рівної вартості, що випускаються для фінансування купівлі товарів через механізм *мурабаха*, у результаті чого власники сертифікатів стають власниками товару:

- емітент сертифіката – продавець товару за угодою *мурабаха*;
- підписники сертифікатів – покупці товару;
- отримані кошти від підписки використовуються для закупівлі товару;
- власники сертифікатів *аль-мурабаха* є власниками товару та мають право на його продаж і отримання кінцевої вартості продажу.

Можливість законної (з точки зору ісламського права) торгівлі *сукук аль-мурабаха* існує лише на первинному ринку, оскільки сертифікати представляють боргові зобов'язання покупця перед власниками *сукук*. Така торгівля вважалася б торгівлею боргом із відстроченим платежем, що є формою *ріба* (відсотків). *Сукук аль-мурабаха* можуть бути оборотними, якщо вони є «меншою частиною портфеля інструментів», основну частину якого становлять оборотні *сукук*, такі як: *сукук аль-іджара*, *сукук аль-мудароба*, *сукук аль-мушарака*.

Точний відсотковий показник, що визначає «меншу частину» зазвичай визначається *шаріатськими* стандартами та практикою ринку. Згідно з стандартами AAOIFI, щоб *сукук* вважалися оборотними на вторинному ринку, необоротні активи (зокрема, боргові зобов'язання, такі як *сукук аль-мурабаха*) повинні становити не більше 49% портфеля [4, 5]. Отже, **«меншою частиною» вважається $\leq 49\%$** , а оборотні активи (наприклад, *сукук аль-іджара*, *аль-мушарака*, *аль-мудароба*) мають становити $\geq 51\%$ від загальної вартості портфеля.

Структура угоди *сукук аль-мурабаха* наведена на рисунку 3.

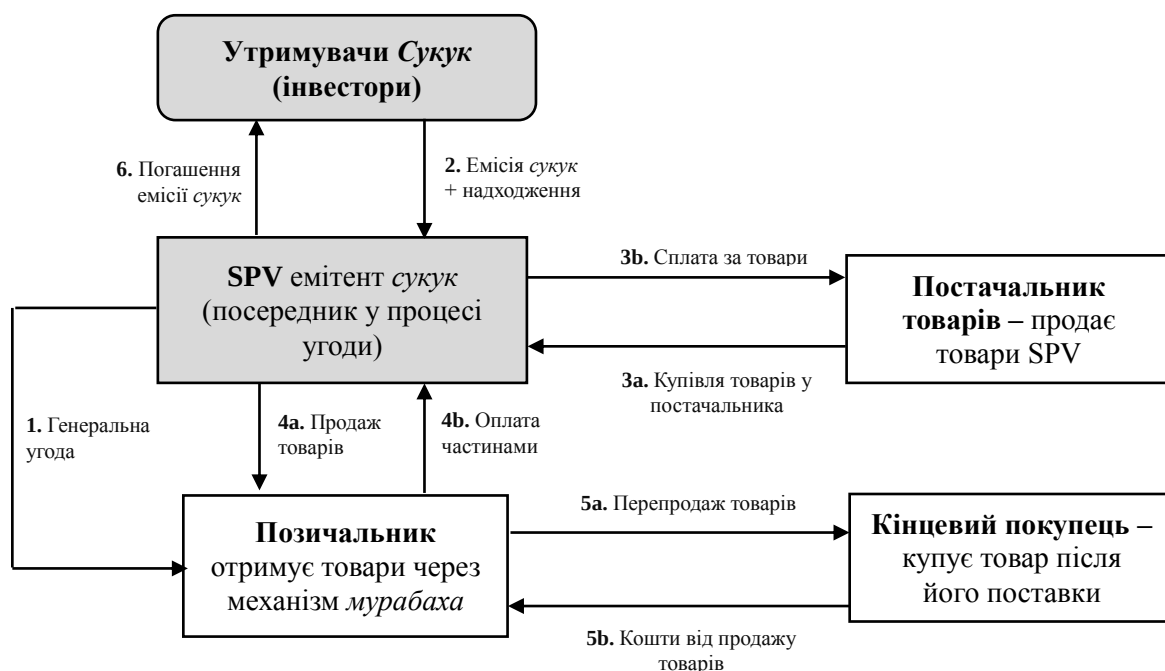


Рис. 3. Структура угоди сукук аль-мурабаха.

Джерело: Систематизовано, узагальнено та згруповано авторами.

Кроки, що беруть участь у структурі сукук аль-мурабаха наведено в таблиці 7.

Таблиця 7. Кроки структури угоди сукук аль-мурабаха.

Кроки:

- Підписання генеральної угоди між SPV та позичальником для фінансування купівлі товарів.
- SPV емітує сукук та залучає кошти від інвесторів і
- **3а.** SPV купує товари у постачальника на умовах спотової оплати.
- **3б.** SPV здійснює оплату товарів постачальнику.
- **4а.** SPV продає товари позичальнику за вищою ціною, що включає початкову вартість плюс узгоджену маржу прибутку.
- **4б.** Оплата здійснюється частинами протягом узгодженого періоду часу.
- **5а.** Позичальник перепродає товари кінцевому покупцеві за спотовою угодою.
- **5б.** Позичальник отримує кошти від продажу товарів.
- **6.** Інвестори отримують виплати, що включають кінцеву ціну продажу товарів та прибуток.

Джерело: сформовано на основі [8, 9, 10].

Сукук аль-Мушарака (англ. Sukuk al-Musharaka).

Мушарака – це партнерська угода, яка встановлюється на основі взаємної згоди сторін для спільного ведення бізнесу з розподілом прибутків і збитків: а) всі учасники надають капітал для спільного підприємства; б) кожен партнер має право брати участь в управлінні, але це не є обов’язковою умовою; в) прибуток розподіляється між партнерами відповідно до попередньо узгоджених часток; г) збитки розподіляються пропорційно до внесеного капіталу.

Таким чином, *сукук аль-мушарака* – це сертифікати рівної вартості, що випускаються для збору коштів з метою фінансування спільних проектів, забезпечують інвесторам пряме володіння часткою активу, а їх торгівля **дозволена на вторинному ринку**, що робить їх привабливими для ісламських фінансових установ.

Структура угоди *сукук аль-мушарака* наведена на рисунку 4.



Рис. 4. Структура угоди сукук аль-мушарака.

Джерело: Систематизовано, узагальнено та згруповано авторами.

Кроки, що беруть участь у структурі *сукук аль-мушарака* наведено в таблиці 8.

Таблиця 8. Кроки структури угоди сукук аль-мушарака.

Кроки:

Корпорація та спеціальна компанія (SPV) укладають угоду *мушарака* на фіксований період з узгодженим співвідношенням розподілу прибутку. Також корпорація зобов'язується періодично викуповувати частки *мушарака* у SPV.

1. Корпорація (як *мушарик*) вносить землю або інші матеріальні активи до *мушарака*.

2a&b. SPV (як *мушарик*) вносить грошові кошти, тобто надходження від випуску *сукук*, у *мушарака*.

3. *Мушарака* призначає Корпорацію агентом для розвитку землі (або інших матеріальних активів) з використанням інвестованих коштів у *мушарака* та для продажу/оренди розвинених активів від імені *мушарака*.

4. Натомість агент (тобто Корпорація) отримує фіксовану агентську винагороду плюс змінну стимулюючу плату, яка виплачується.

5. Прибуток розподіляється між власниками *сукук*.

6. Корпорація безвідклично зобов'язується викуповувати за заздалегідь узгодженою ціною частки *мушарака* у SPV на, скажімо, піврічній основі, а наприкінці фіксованого періоду SPV більше не матиме часток у *мушарака*.

Джерело: сформовано на основі [11, 12].

*Сукук аль-Мудараб*а (англ. Sukuk al-Mudaraba).

*Мудараб*а – це угода між двома сторонами, згідно з якою одна зі сторін надає капітал (постачальник капіталу), а інша сторона (*мудариб*) використовує цей капітал у бізнесі або інвестиційному проекті. Прибуток розподіляється між сторонами відповідно до попередньо узгоджених часток, а збитки несе лише постачальник капіталу.

Сертифікати *сукук аль-мудараб*а:

- емітентом сертифікатів виступає *мудариб* (керуючий інвестицією);
- підписники сертифікатів – це постачальники капіталу;
- отримані кошти є капіталом *мудараб*а;
- власники сертифікатів *сукук аль-мудараб*а мають право власності на активи *мудараб*а та частку прибутку, узгоджену в договорі (не мають права вимагати фіксованого доходу, прибуток варіюється залежно від успішності проекту);

Власники *сукук аль-мудараб*а мають право отримати свій капітал після закінчення строку дії *сукук*, а також щорічну частку від отриманого прибутку відповідно до умов угоди. В цьому контексті, сертифікати *сукук аль-*

мудароба аналогічні акціям, оскільки їхня прибутковість залежить від доходу, отриманого проектом. *Сукук аль-мудароба* може вільно торгуватися на вторинному ринку, але тільки за умови, що вона представляє частку в реальних активах або підприємстві, а не лише боргове зобов'язання.

Таблиця 9. Коли сертифікати *сукук аль-мудароба* є оборотними.

Торгівля дозволена, якщо:	Торгівля заборонена, якщо:
• Сукук представляють частку у власності на реальні активи або бізнес, а не борг. • Капітал <i>мудароба</i> вже використано для купівлі активів або фінансування бізнесу.	• Сукук представляють тільки грошові кошти (тобто капітал ще не вкладено в активи). • Вони вважаються борговим інструментом, а не інструментом участі.
Приклад	
Оборотний <i>сукук аль-мудароба</i>	Необоротний <i>сукук аль-мудароба</i>
• Компанія випускає сукук на \$100 млн. • Отримані кошти використовуються для будівництва нерухомості (тобто вкладені в реальні активи). • Власники сукук мають частку у власності на ці активи.	• Компанія випускає сукук, але ще не вклала залучені кошти в активи. • Сукук на даний момент представляють грошові зобов'язання (отримані кошти ще не були використані для купівлі активів або запуску бізнес-проекту).

Джерело: сформовано на основі [4, 5].

Таким чином, якщо *сукук аль-мудароба* забезпечені «реальними» активами або часткою в бізнесі, вони можуть вільно продаватися на вторинному ринку. Але якщо вони представляють борг або ще не використані кошти, їхня торгівля згідно ісламського права є забороненою.

Структура угоди *сукук аль-мудароба* наведена на рисунку 5.

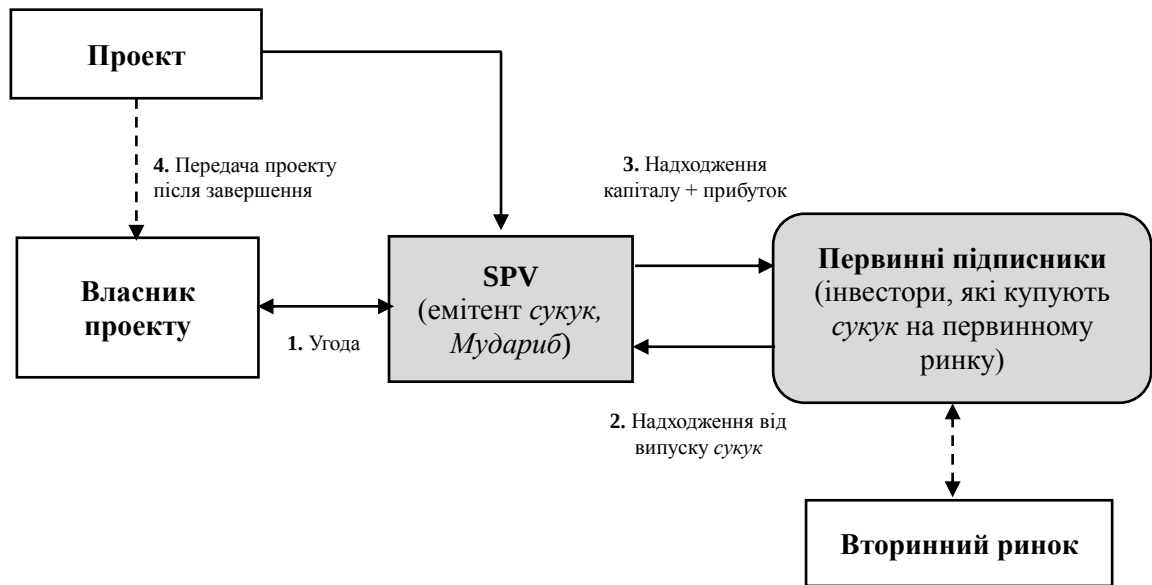


Рис. 5. Структура угоди сукук аль-мудароба.
Джерело: Систематизовано, узагальнено та згруповано авторами.

Кроки, що беруть участь у структурі сукук аль-мушарака наведено в таблиці 10.

Таблиця 10. Кроки структури угоди сукук аль-мудароба.

Кроки:

1. Мудариб укладає угоду з власником проекту для будівництва або запуску проекту.
2. SPV випускає сукук для залучення фінансування.
3. Мудариб отримує регулярні виплати прибутку та кінцеві надходження капіталу від діяльності проекту і розподіляє їх між інвесторами.
4. Після завершення проекту мудариб передає його власнику.

Джерело: сформовано на основі [13, 14, 15, 16].

Сукук аль-Істісна (англ. Sukuk al-Istisna).

Істісна – це договірне зобов’язання щодо виготовлення товарів або будівництва об’єктів із відтермінованою або поетапною оплатою. Підрядник погоджується створити визначений об’єкт за фіксованою ціною та у встановлений термін. В доктрині ісламських фінансів *істісна* використовується для фінансування великих інфраструктурних проектів: житлових будинків, заводів, мостів, доріг, портів тощо. Ця модель дозволяє залучати кошти ще на етапі будівництва, а виплати здійснювати поступово, у міру виконання робіт.

Особливості фінансового посередництва через *сукук аль-істісна*: а) дозволяє підряднику укласти паралельний договір *істісна* із субпідрядником; 2) фінансова установа може взяти на себе будівництво об'єкта за відтерміновану оплату, а самі роботи доручити спеціалізованій компанії за окремим контрактом.

Сертифікати *сукук аль-істісна* мають однакову номінальну вартість і випускаються для залучення коштів, необхідних для виробництва товарів або будівництва об'єктів, які стануть власністю власників сертифікатів:

- емітент сертифікатів – виробник (постачальник або продавець);
- підписники сертифікатів – покупці майбутнього товару або об'єкта;
- отримані кошти – це вартість виробництва або будівництва об'єкта;
- власники *сукук* є власниками об'єкта та мають право на продаж сертифікатів або їх реалізацію через механізм паралельної *істісна*.

Заборона *ріба* (відсотків) у *шаріаті* не дозволяє продавати ці боргові сертифікати третім особам за ціною, відмінною від номінальної вартості. Тому *сукук аль-істісна* **не можуть вільно обертатися на вторинному ринку** (оскільки вони представляють боргові зобов'язання – тобто контрактне зобов'язання побудувати або виготовити щось у майбутньому) і можуть бути викуплені тільки за номінальною вартістю при погашенні. Але оборотність можлива, якщо *сукук*: а) вже прив'язані до реального активу, що приносять прибуток; б) через механізм паралельної *істісна* або в) їх комбінацію з іншими видами *сукук* (таблиця 11).

Таблиця 11. Умови оборотності сукук аль-істісна.

Сукук аль-істісна оборотні:	
Умова:	Приклад:
Якщо виробництво завершено, і сукук представляють реальний актив.	Будівництво майже завершено (об'єкт частково експлуатується).
Якщо SPV укладає паралельний контракт <i>істісна</i> (наприклад, передає частину проекту новому інвестору або підряднику), це може дозволити продаж сертифікатів.	Наприклад, власники сукук можуть продати їх тому, хто бере на себе зобов'язання завершити проект.
Включені в портфель з оборотними сукук, де частка боргових активів $\leq 49\%$.	SPV випускає сукук аль-істісна разом із сукук аль-іджара.
Сукук аль-істісна НЕ оборотні:	
Якщо сукук аль-істісна представляють тільки зобов'язання компанії передати об'єкт у майбутньому, оскільки це буде вважатися торгівлею боргом, що заборонено <i>шаріатом</i> .	Компанія випустила сукук аль-істісна для будівництва заводу. Завод ще не побудований, тобто актив фізично не існує. Сукук відображають лише майбутню обіцянку передати актив, а не сам актив.

Джерело: сформовано на основі [13, 14, 15, 16].

Структура угоди сукук аль-істісна наведена на рисунку 6.

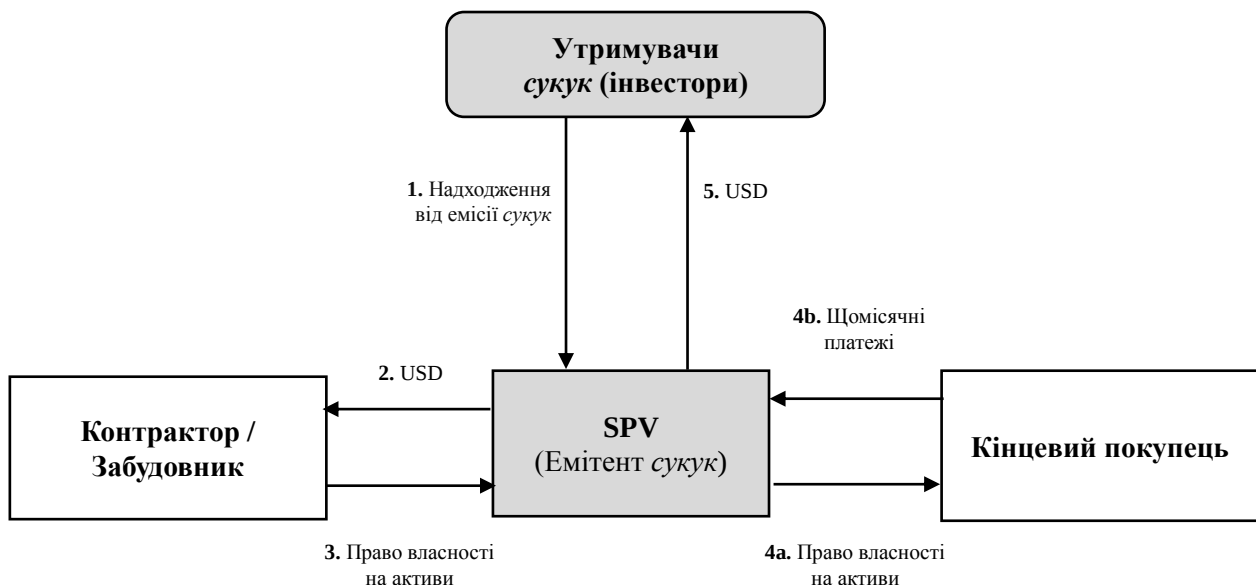


Рис. 6. Структура угоди сукук аль-істісна.

Джерело: Систематизовано, узагальнено та згруповано авторами.

Кроки, що беруть участь у структурі сукук аль-істісна наведено в таблиці 12.

Таблиця 12. Кроки структури угоди сукук аль-істісна.

Кроки:

1. SPV випускає сертифікати сукук для залучення фінансування на проект та отримує кошти від інвесторів.
2. Надходження від випуску сукук використовуються для виплат підряднику / будівельнику за будівництво та постачання майбутнього об'єкта.
3. Право власності на активи передається SPV після завершення будівництва.
- 4a. Об'єкт передається кінцевому покупцеві шляхом оренди або продажу.
- 4b. Кінцевий покупець здійснює регулярні платежі SPV.
5. Доходи розподіляються між власниками сукук.

Джерело: сформовано на основі [13, 14, 15, 16].

Гібридний Сукук (англ. Hybrid Sukuk).

Беручи до уваги той факт, що випуск та торгівля сукук є важливими засобами інвестування в доктрині ісламських фінансів, а також враховуючи різні потреби інвесторів, на ринку з'явився більш диверсифікований вид сукук – гібридні або змішані активні сукук.

У гібридних сукук основний пул активів може складатися з контрактів *істісна*, *мурабаха*, а також *іджара*. Наявність портфеля активів різних класів дозволяє залучати більше коштів та зробити цей портфель більш ліквідним. Однак, оскільки контракти *мурабаха* та *істісна* не можуть бути предметом торгівлі на вторинному ринку, принаймні 51% активів у портфелі гібридного сукук повинні складатися з таких сукук, що можна вільно торгувати на ринку, наприклад, такі як сукук аль-іджара.

Через те, що в пул активів входять боргові зобов'язання *мурабаха* та *істісна*, **дохід за цими сертифікатами може мати тільки заздалегідь визначену фіксовану ставку прибутковості.**

На перший погляд, фіксована ставка прибутковості суперечить ісламським фінансам, оскільки традиційні відсотки (*ріба*) заборонені шаріатом. Однак у випадку гібридних сукук така структура можлива з кількох причин:

- у пулі активів є сукук *мурабаха* та *істісна*, а вони ґрунтуються на торгових контрактах, а не на відсотках;

- угода *мурабаха* передбачає продаж товару з фіксованою маржею прибутку, встановленою заздалегідь;
- угода *істісна* теж може мати фіксовану ціну за контрактом.

Таким чином, дохід від таких активів дійсно має фіксовану ставку, але це не порушує норм *шаріату*, оскільки він формується не як відсотки на капітал, а як прибуток від продажу активу. Отже, фіксована ставка дозволена, якщо вона базується на торгових або орендних контрактах. Фіксована ставка заборонена, якщо це просто відсотки на позичений капітал (*ріба*), таблиця 13.

Таблиця 13. Гібридні сукук та фіксована прибутковість: механізм та обмеження.

Ситуація	Дозволено?	Причина
Традиційний кредит із фіксованими відсотками	Заборонено	Відсотки (<i>ріба</i>) на позичений капітал
Фіксована націнка у контракті <i>мурабаха</i>	Дозволено	Це торговий прибуток, а не <i>ріба</i>
Фіксований дохід від оренди (<i>сукук аль-іджара</i>)	Дозволено	Це орендна плата за актив
Фіксований дохід у <i>сукук аль-істісна</i>	Дозволено	Це узгоджена контрактна вартість за будівництво або виробництво

Джерело: сформовано на основі [13, 14, 15, 16].

З огляду на це, якщо гібридні сукук містять *мурабаха* та *істісна*, ці сертифікати не можна продавати на вторинному ринку через заборону торгівлі боргом. Щоб зробити такі сукук оборотними, мінімум 51% активів у портфелі повинні складатися з оборотних активів (наприклад, *сукук аль-іджара*). Оскільки решта активів (*мурабаха*, *істісна*) мають фіксовані грошові потоки, інвестори отримують передбачувану прибутковість (але вона базується на узгоджених торгових та орендних угодах, а не на *ріба*), і в той же час, отримують оборотність активу – можливість його продажу на вторинному ринку. Приклад гібридного сукук: 60% активів – *сукук аль-іджара* (оренда, змінний або фіксований дохід); 30% активів – *сукук аль-мурабаха* (фіксований торговий прибуток); 10% активів – *сукук аль-істісна* (фіксовані контрактні платежі). Гібридні сукук ще не набули широкого

поширення на ринку, але ця структура демонструє потенціал нових фінансових механізмів та додаткову привабливість для інвесторів, оскільки забезпечує, одночасно, оборотність та передбачуваний потік доходів.

Структура угоди гібридного сукук наведена на рисунку 7.

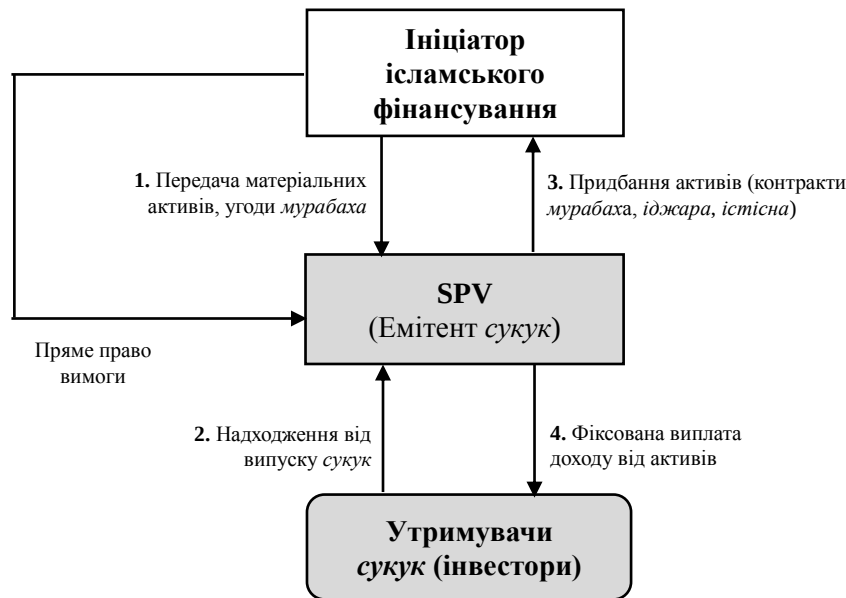


Рис. 7. Структура угоди гібридного сукук.

Джерело: Систематизовано, узагальнено та згруповано авторами.

Кроки, що беруть участь у структурі гібридного сукук наведено в таблиці 14.

Таблиця 14. Кроки структури угоди гібридного сукук.

Кроки:

1. Ініціатор ісламського фінансування передає матеріальні активи, а також угоди *мурабаха* до SPV.
2. SPV випускає сертифікати участі для власників сукук та отримує кошти. Залучені кошти використовуються ініціатором ісламського фінансування.
3. Ініціатор ісламського фінансування викуповує ці активи у SPV протягом узгодженого періоду часу.
4. Інвестори отримують фіксовані виплати прибутку від активів.

Джерело: сформовано на основі [13, 14, 15, 16].

Отже, розглянуті вище види сукук можна вважати **основними видами**, оскільки вони широко використовуються в ісламських фінансах і базуються

на ключових принципах ісламського права. Водночас, існують ще інші види, які можна класифікувати як **додаткові**:

- *сукук аль-вакала* (англ. Sukuk al-Wakalah);
- *сукук аль-таваррук* (англ. Sukuk al-Tawarruq);
- *сукук аль-манфа'а* (англ. Sukuk al-Manfa'a).

Вони є менш поширеними у практиці міжнародних ринків. Крім того, *сукук аль-вакала* і *сукук аль-таваррук* мають специфічні особливості, що викликають суперечки серед ісламських правознавців. А *сукук аль-манфа'а* – відносно новий інструмент, який базується на сек'юритизації прав користування, а не власності. Наддамо коротке визначення їхньої сутності.

Сукук аль-вакала – це ісламські інвестиційні сертифікати, де емітент (*вакіль*) діє як агент від імені інвесторів (*сукук-холдерів*), інвестуючи їхні кошти в певний пул активів або проектів. Прибуток від цих інвестицій розподіляється між інвесторами відповідно до заздалегідь узгодженого коефіцієнта розподілу прибутку. Ця структура надає емітенту гнучкість в управлінні різноманітними активами, забезпечуючи інвесторам потенційно вищу дохідність [17]. Приклад: інвестиційна компанія випускає *сукук аль-вакала* для фінансування будівництва. Вона діє як агент, інвестуючи залучені кошти, а прибуток розподіляється між інвесторами.

Сукук аль-таваррук – це структура *сукук*, яка використовує механізм *тавааррук*, що передбачає послідовність купівлі та продажу товарів для отримання ліквідності. Інвестори купують товар на умовах відстроченого платежу, а потім негайно продають його третій стороні за готівку за нижчою ціною. Ця структура дозволяє отримати ліквідність, номінально дотримуючись принципів *шаріату*, хоча її використання є предметом дискусій серед ісламських правознавців. Приклад: компанія потребує ліквідності та використовує *сукук аль-таваррук*, продаючи ліквідний товар інвесторам з відстроченим платежем, а інвестори негайно перепродають товар на ринку (вважається імітацією кредиту).

Сукук аль-манфа'а – це інвестиційні сертифікати, що базуються на сек'юритизації прав користування (узуфрукту) певним активом або послугою. Інвестори отримують право на використання активу або отримання послуг протягом визначеного періоду, отримуючи дохід від цього права. Ця структура дозволяє інвесторам отримувати стабільний дохід без володіння самим активом [18]. Приклад: авіакомпанія випускає *сукук аль-манфа'а*, надаючи інвесторам право користування певною кількістю годин польоту на своїх літаках протягом певного періоду.

Висновки та перспективи подальших розвідок у даному напрямі. Підсумовуючи запропоноване дослідження, можна систематизувати різні види *сукук* щодо ступеня їх ліквідності у доктрині ісламських фінансів (здатність обертатися на вторинному ринку), таблиця 15.

Таблиця 15. Ліквідність та обіг різних видів *сукук* на вторинному ринку.

Вид <i>сукук</i>	Оборотність: умови оборотності / обмеження
<i>Сукук аль-іджара</i>	Так: оскільки заснований на оренді реальних активів, може вільно торгуватися.
<i>Сукук аль-салам</i>	Ні: неможливо торгувати до поставки товару, оскільки це було б продажем боргу, що заборонено в ісламі.
<i>Сукук аль-мурабаха</i>	Ні (або обмежено): представляє боргове зобов'язання, тому не може торгуватися, окрім як за номінальною вартістю.
<i>Сукук аль-мушарака</i>	Так: базується на пайовій участі, тому може торгуватися.
<i>Сукук аль-мудараба</i>	Так: якщо активи сформовані, <i>сукук</i> може вільно торгуватися як пайовий інструмент.
<i>Сукук аль-істісна</i>	Ні (або обмежено): не може торгуватися, поки актив не створений і не переданий у власність.
Гібридний <i>сукук</i>	Так / Ні (залежить від структури): якщо включає боргові елементи (<i>мурабаха</i> , <i>істісна</i> , <i>салам</i>) – не торгується, якщо орендні та пайові активи (<i>іджара</i> , <i>мушарака</i> , <i>мудараба</i>) – торгується.
<i>Сукук аль-вакала</i>	Так (за певних умов): якщо активи, якими управляє агент (<i>вакіль</i>), складаються переважно (51%) з реальних активів (нерухомість чи бізнес-активів), то може торгуватися.
<i>Сукук аль таваррук</i>	Ні: це по суті борговий інструмент, заснований на послідовному продажу товару для отримання ліквідності). Боргові <i>сукук</i> не можуть торгуватися відповідно до ісламських принципів.
<i>Сукук аль-манфа'а</i>	Так: Баується на сек'юритизації прав користування (узуфрукту). Завдяки цьому може бути оборотним, якщо структура відповідає <i>шаріатським</i> вимогам.

Джерело: сформовано на основі [13, 14, 15, 16].

Серед усіх зазначених в таблиці 15 видів *сукук*, у сучасній практиці, мають найбільше розповсюдження (як серед державних та і корпоративних емісій) *сукук аль-іджара* та *сукук аль-мурабаха* [12]. Якщо, перший вид можна назвати «облігація без відсотків», то другий вид, умовно можна назвати – «ісламський кредит без відсотків» (таблиця 16).

Таблиця 16. Порівняння *сукук аль-іджара* та *сукук аль-мурабаха* з традиційними фінансовими інструментами.

<i>Сукук аль-іджара</i> = альтернатива звичайним облігаціям	<i>Сукук аль-мурабаха</i> = схожий на традиційний кредит
• дає стабільний дохід у вигляді орендних платежів, що нагадує купонні виплати за облігаціями; • оснований на реальному активі, що спрощує його відповідність нормам <i>шаріату</i>; • легко торгується на вторинному ринку, що робить його ліквідним.	• використовується в торговельному фінансуванні: емітент купує товар і перепродає його інвесторам із націнкою; • хоча <i>мурабаха</i> – це не чистий борговий інструмент, він найближчий до кредитної моделі, що робить його зрозумілим і зручним для інвесторів; • недолік: він не є оборотним на вторинному ринку, тому використовується переважно в приватних розміщеннях.

Джерело: сформовано на основі [13, 14, 15, 16].

Популярність цих двох видів можна пояснити тим, що інвесторам легше прийняти знайомі механізми – якщо фінансовий продукт схожий на звичайні облігації чи кредити, інвесторам не потрібно змінювати свої стратегії інвестування. Отже, *сукук аль-іджара* та *сукук аль-мурабаха* легко інтегруються у звичайні фінансові портфелі. Також, інвестори схильні частіше купувати **ліквідні та прогнозовані** інструменти, які вони можуть **перепродати** або використовувати для забезпечення, а якщо структура *сукук* нагадує звичайні цінні папери – їх легше обертати на вторинному ринку.

Така «зрозумілість» серед інвесторів визначає більшу довіру до інструменту, а це, своєю чергою, дозволяє залучати більше капіталу і бути конкурентними з традиційними інструментами саме **на міжнародних ринках**.

Таким чином, можна прийти до висновку, що чим ближче ісламський фінансовий інструмент до традиційних фінансових структур, тим більше він забезпечує зручність, ліквідність, прозорість і зрозумілість для інвесторів. Саме тому, *сукук аль-іджара* (= альтернатива звичайним облігаціям) та *сукук аль-мурабаха* (= схожий на традиційний кредит) є на сьогодні найбільш популярними інструментами ринку ісламських «боргових» цінних паперів.

Література

1. Clifford Chance. (2013). Introduction to Sukuk. // [Електронний ресурс]. – URL: https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2013/04/introduction-to-sukuk.pdf?utm_source=chatgpt.com
2. Fitch Ratings. (2025, January 8). Global outstanding Sukuk to cross USD1 trillion in 2025; Overall credit profile stable. // [Електронний ресурс]. – URL: <https://www.fitchratings.com/research/islamic-finance/global-outstanding-sukuk-to-cross-usd1-trillion-in-2025-overall-credit-profile-stable-08-01-2025>
3. Saturna Capital. (2024). GCC Sukuk Primer: 3rd Edition. // [Електронний ресурс]. – URL: <https://www.saturna.com/insights/white-papers/gcc-sukuk-primer-3rd-edition>
4. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). (n.d.). Shari'ah Standards. // [Електронний ресурс]. – URL: <https://aaoifi.com/shariaa-standards/?lang=en>
5. Islamic Financial Services Board (IFSB). (n.d.). Islamic Financial Services Industry Stability Report 2022. // [Електронний ресурс]. – URL: <https://www.ifsb.org/sec03.php>
6. Thomson Reuters. (n.d.). Sukuk al-Ijara. Practical Law. // [Електронний ресурс]. – URL: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-500-7353>
7. Ijara CDC. (n.d.). Sukuk al-Ijara. // [Електронний ресурс]. – URL: <https://ijaracdc.com/sukuk-al-ijara>
8. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). (2015). Shari'ah Standards for Islamic Financial Institutions. // [Електронний ресурс]. – URL: <https://aaoifi.com>

9. International Islamic Financial Market (IIFM). (2010). IIFM Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market. // [Электронный ресурс]. – URL: <https://iifm.net>
10. Islamic Financial Services Board (IFSB). (2009). Capital Adequacy Requirements for Sukuk, Securitizations and Real Estate Investment. // [Электронный ресурс]. – URL: <https://ifsb.org>
11. International Monetary Fund (IMF). (2015). Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options. // [Электронный ресурс]. – URL: <https://imf.org>
12. Hayat, U. (2010). Islamic Finance's Sukuk Explained. // [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.cfainstitute.org>
13. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). (2015). Shari'ah Standards for Islamic Financial Institutions. // [Электронный ресурс]. – URL: <https://aaoifi.com>
14. International Islamic Financial Market (IIFM). (2010). IIFM Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market. // [Электронный ресурс]. – URL: <https://iifm.net>
15. Islamic Financial Services Board (IFSB). (2009). Capital Adequacy Requirements for Sukuk, Securitizations and Real Estate Investment. // [Электронный ресурс]. – URL: <https://ifsb.org>
16. International Monetary Fund (IMF). (2015). Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options. // [Электронный ресурс]. – URL: <https://imf.org>
17. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). (2015). Shari'ah Standard No. (17): Investment Sukuk. In Shari'ah Standards (pp. 307-328). // [Электронный ресурс]. – URL: <https://aaoifi.com/shariaa-standards/?lang=en>
18. Mubasher Capital. (2022). Types of Sukuk Structures. // [Электронный ресурс]. – URL: <https://mubashercapital.com/types-of-sukuk-structures/>

References

1. Clifford Chance (2013), “Introduction to Sukuk”, available at: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2013/04/introduction-to-sukuk.pdf> (Accessed 14 Mar 2025).

2. Fitch Ratings (2025), “Global Outstanding Sukuk to Cross USD1 Trillion in 2025; Overall Credit Profile Stable”, available at: <https://www.fitchratings.com/research/islamic-finance/global-outstanding-sukuk-to-cross-usd1-trillion-in-2025-overall-credit-profile-stable-08-01-2025> (Accessed 14 Mar 2025).
3. Saturna Capital (2024), “GCC Sukuk Primer: 3rd Edition”, available at: <https://www.saturna.com/insights/white-papers/gcc-sukuk-primer-3rd-edition> (Accessed 14 Mar 2025).
4. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) (2015), “Shari'ah Standards”, available at: <https://aaoifi.com/shariaa-standards/?lang=en> (Accessed 14 Mar 2025).
5. Islamic Financial Services Board (IFSB) (2023), “Islamic Financial Services Industry Stability Report 2022”, available at: <https://www.ifsb.org/sec03.php> (Accessed 14 Mar 2025).
6. Thomson Reuters (2025), “Sukuk al-Ijara”, *Practical Law*, available at: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-500-7353> (Accessed 14 Mar 2025).
7. Ijara CDC (2025), “Sukuk al-Ijara”, available at: <https://ijaracdc.com/sukuk-al-ijara> (Accessed 14 Mar 2025).
8. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) (2015), “Shari'ah Standards for Islamic Financial Institutions”, available at: <https://aaoifi.com> (Accessed 14 Mar 2025).
9. International Islamic Financial Market (IIFM) (2010), “IIFM Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market”, available at: <https://iifm.net> (Accessed 14 Mar 2025).
10. Islamic Financial Services Board (IFSB) (2009), “Capital Adequacy Requirements for Sukuk, Securitizations and Real Estate Investment”, available at: <https://ifsb.org> (Accessed 14 Mar 2025).
11. International Monetary Fund (IMF) (2015), “Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options”, available at: <https://imf.org> (Accessed 14 Mar 2025).
12. Hayat, U. (2010), “Islamic Finance's Sukuk Explained”, available at: <https://www.cfainstitute.org> (Accessed 14 Mar 2025).

Стаття надійшла до редакції 14.03.2025 р.