

Instrumenty pochodne na islamskim rynku finansowym

Derivative Instruments on the Islamic Financial Market

*Dariusz Piotrowski**

pierwsza wersja: 20 lutego 2007 r., ostateczna wersja: 21 marca 2007 r., akceptacja: 3 kwietnia 2007 r.

Streszczenie

W finansach islamskich muszą być przestrzegane zasady *szari'atu*. Powoduje to, że znane z zachodnich rynków konstrukcje instrumentów pochodnych w większości przypadków nie mogą być wykorzystywane w krajach muzułmańskich. Finansiści, korzystając ze wsparcia uczonych – przedstawicieli szkół *szari'atu*, opracowują nowoczesne instrumenty finansowe oparte na tradycyjnych technikach finansów islamskich. W artykule zaprezentowano różne poglądy na temat podstawowych cech derywatów, takich jak: instrument bazowy, sposób rozliczenia transakcji, możliwość wcześniejszego zamknięcia transakcji przed terminem wygaśnięcia. Przedstawiono także obecną sytuację, w tym obowiązujące regulacje i ofertę usługową na rynku islamskich derywatów w kilku wybranych krajach.

Słowa kluczowe: finanse islamskie, islamskie instrumenty pochodne

Abstract

The Islamic finance sector has witnessed enormous development. This is the case with the derivatives market as well. Derivatives are now being increasingly applied to Shariah compliant products, which presents exciting opportunities for issuers and investors alike. This paper examines the Islamic viewpoint on the new instruments and shows contracts currently used in Islamic finance that may be regarded as derivatives. The validity and permissibility of these instruments appears to vary by scholar. Most scholars agree that, in principle, futures and option contracts may be compatible with Shariah principles. They suggest that derivatives should be used for hedging and arbitrage. What raises objections is the application of these instruments for purely speculative purposes.

Keywords: Islamic finance, Islamic derivatives

JEL: G15, G32

* Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Katedra Zarządzania Finansami, e-mail: dariusz@econ.uni.torun.pl

W ostatnich kilkunastu latach obserwuje się znaczny postęp w finansach islamskich¹. Według prognoz Moody's Investors Service, a także innych ośrodków w najbliższych latach roczne tempo wzrostu całego rynku będzie się utrzymywało na poziomie 10–15% (Lane 2006). W pewnych kręgach społeczeństw zachodnich wzrasta świadomość istnienia tego rynku. Produkty finansów islamskich, czyli zgodnych z wymogami *szari'atu*², są obecnie oferowane w ponad 60 krajach. Do czynników, które powodują wzrost zainteresowania i przyciąganie kapitału na te obszary, z pewnością należą: odmienność, egzotyka islamskich instrumentów finansowych, a także znaczny potencjał rozwoju rynku.

W wartościach bezwzględnych rynki finansowe krajów muzułmańskich, jak też rynek islamskich produktów w innych krajach świata pozostają niewielkie. Szacuje się, że aktywa będące w posiadaniu islamskich banków oraz ulokowane w zgodne z *szari'atem* instrumenty oferowane przez konwencjonalne banki wynoszą ponad 400 mld USD (Aziz 2006b). Rynek islamskich funduszy inwestycyjnych (na świecie działa ich ponad 250) jest oceniany na ponad 300 mld USD, natomiast rynek *sukuk* – instrumentów przypominających obligacje – osiągnął poziom 50 mld USD (Aziz 2006a). Z kolei setki spółek, które pozytywnie przeszły screening przeprowadzany przez komitety *szari'atu* działające przy giełdach, tworzy wyceniany na wiele miliardów dolarów islamski rynek akcji.

Jednym z najszybciej rozwijających się segmentów rynku kapitałowego we współczesnych dojrzałych gospodarkach jest rynek instrumentów pochodnych. Ponieważ banki, rynki akcji i papierów dłużnych w krajach muzułmańskich funkcjonują na szerszą skalę od lat 90., warto zbadać, czy i w jakim zakresie działają tam również rynki instrumentów pochodnych. W tym celu w artykule omówiono regulacje wpływające na kształt omawianego rynku, opierające się na Koranie, sunnie oraz innych źródłach prawa, jak choćby rekomendacje Fiqh Akademii w Jeddah³. Następnie na przykładzie kilku rynków zaliczanych do czołówki w państwach muzułmańskich ze względu na wielkość transakcji i zakres oferty usługowej, ukazano zasady konstrukcji wybranych derywatów i obrotu nimi. Należy w tym miejscu dodać, że na islamskim rynku finansowym handluje się instrumentami, których konstrukcja różni się od tradycyjnych instrumentów pochodnych. Powszechnie jednak finansiści stosują określenie islamskie derywaty.

Zdaniem autora perspektywy rozwoju rynku islamskich instrumentów pochodnych są obiecujące. Świadczy o tym wysoki poziom zaangażowania uczestników rynku w tworzenie konstrukcji odpowiadających wymogom *szari'atu*, a także wzrastająca wśród praktyków gospodarczych z krajów muzułmańskich świadomość funkcji realizowanych przez instrumenty pochodne. Nie bez znaczenia jest także popyt na nowe rozwiązania finansowe zgłaszany przez zachodnie instytucje finansowe, inwestujące w krajach muzułmańskich, oraz przedstawiciele społeczności muzułmańskiej zamieszkującej Europę i Amerykę Północną. Aby jednak pożądane zmiany nabrały właściwego tempa, należy przyspieszyć proces harmonizacji regulacji dotyczących islamskich derywatów. Ukazanie różnorodności poglądów w zakresie konstrukcji i obrotu instrumentami pochodnymi oraz trudności z wprowadzaniem powszechnie akceptowanych standardów potraktowano jako główny cel pracy.

Podstawowe regulacje dotyczące islamskich kontraktów terminowych

Przedstawienie w artykule wszystkich regulacji odnoszących się do konstrukcji instrumentów pochodnych w krajach muzułmańskich i obrotu nimi nie jest możliwe ani konieczne. Pewne główne zasady warto jednak przybliżyć. Należy dodać, że w kwestii instrumentów pochodnych, ich konstrukcji i obrotu nimi brak jednego wspólnego stanowiska uczonych skupionych w komitetach *szari'atu* oraz ośrodkach akademickich. Różnorodność, a nawet sprzeczność prezentowanych poglądów mogą rodzić wrażenie chaosu. Z drugiej jednak strony bardzo dobrze oddają realia tego młodego rynku, w jakich działają podmioty tworzące nowe konstrukcje finansowe.

Problem z właściwą oceną zgodności z nakazami prawa religijnego obrotu instrumentami pochodnymi w krajach muzułmańskich wynika w znacznej mierze z konieczności odwoływania się do Koranu i *sunny*⁴. Odwoływanie się do tekstu objawionego, jakim jest Koran, oraz zachowań i poglądów Proroka przedstawionych w hadisach stwarza pewien problem, gdyż teksty zawarte w tych źródłach nie odnoszą się wprost do transakcji z wykorzystaniem derywatów. Poza tym część hadisów traktowana jest jako nieprawdziwa. Istnieją więc z tego względu pewne rozbieżności poglądów.

Większość uczonych zwraca uwagę na fakt, że decydujące znaczenie dla określenia, czy dana transakcja z wykorzystaniem kontraktu futures lub opcji jest dopuszczalna, ma jej zastosowanie w praktyce.

¹ Islam jest religią monoteistyczną wyznawaną przez ok. 1,4 mld ludzi.

² Prawo religijne opierające się m.in. na Koranie, sunnie, analogii i konsensusie.

³ Główny ośrodek w świecie muzułmańskim skupiający uczonych z zakresu prawa religijnego.

⁴ Zbiór spisanych hadisów.

Ważne są okoliczności zawierania transakcji oraz jej skutki. W żadnym wypadku nie może dochodzić do nadmiernej spekulacji, wykorzystania braku dostatecznej wiedzy partnera transakcji czy niszczenia jego majątku.

W islamie obowiązują pewne wytyczne, które można odnieść również do instrumentów finansowych. Zgodnie z najważniejszymi każdy instrument i obrót nim, jeśli ma odpowiadać wymogom *szari'atu*, musi być wolny od: *riba* (odsetek), *gharar* (zbędnego ryzyka, niepewności), *maysir* (hazardu), *rishwah* (korupcji) i *jahl* (ignorancji, niewiedzy).

Riba to nienależna nadwyżka. Jednym z jej przykładów jest oprocentowanie. Brak *riba* w kontraktach musi być bezwzględnie przestrzegany. Z tego powodu kontrakty *futures* i opcje odnoszące się do stopy procentowej są nieakceptowalne. Z kolei waluty mogą być wymieniane tylko w transakcjach natychmiastowych, inaczej może rodzić to podejrzenie o występowanie *riba*. Wynika z tego wniosek, że wykorzystanie konwencjonalnych derywatów walutowych z islamskiego punktu widzenia nie jest dopuszczalne.

W kontekście instrumentów pochodnych *gharar* można pojmować jako brak pewności, co do treści kontraktu, zobowiązań stron dotyczących przedmiotu transakcji, jego rodzaju, wagi, ilości oraz warunków dostawy. *Maysir* z kolei oznacza, że wynik końcowy transakcji zależy wyłącznie od trafu, przypadku.

W dalszej części artykułu zostały przedstawione różne stanowiska szkół *szari'atu* dotyczące takich cech instrumentów pochodnych notowanych na rynkach zachodnich, jak: wykorzystanie kontraktów w transakcjach spekulacyjnych, piętne rozliczanie różnic, wolumen obrotu przekraczający liczbę kontraktów oraz zawieranie transakcji odwrotnych, domykających pozycje, przed upływem terminu ważności kontraktu.

Rozważania należy zacząć od wskazania, że w islamie wyróżnia się kilka typów transakcji. Są to transakcje (Salehabadi, Aram 2002):

- 1) *spot*, gdzie dostawa i zapłata następują natychmiast,
- 2) *deferred*, kiedy dostawa jest natychmiastowa, natomiast płatność następuje w przyszłości,
- 3) *salam*, w których płatność następuje natychmiast, natomiast dostawa jest w terminie późniejszym,
- 4) *futures*, gdzie zarówno płatność i dostawa mają miejsce w przyszłości.

Ostatni rodzaj transakcji jest zdaniem wielu uczonych niedozwolony. Mufti Taqi Usmani z Islamic Fiqh Academy w Jeddah twierdzi, że zgodnie ze słowami Proroka nie jest możliwe przeprowadzanie transakcji kupna lub sprzedaży dochodzących do skutku (płatność i dostawa) w przyszłości. Pojawia się tutaj element *gharar*. Niepewność dotyczy możliwo-

ści dojścia do skutku transakcji, jak też czasu realizacji, jakości i ilości dostarczanych produktów. Mufti wskazuje także na fakt braku rozliczania transakcji poprzez fizyczną dostawę instrumentu bazowego.

Dosłowne rozumienie omawianego zakazu wykluczałoby możliwość obrotu kontraktami *futures* na islamskim rynku finansowym. Niektórzy twierdzą jednak, że zajęcie pozycji w kontraktach to nie kupno lub sprzedaż pewnych przedmiotów, a porozumienie, przyjęcie zobowiązania do realizacji w przyszłości. Podchodząc w ten sposób do istoty transakcji z wykorzystaniem derywatów, można dowieść, że transakcje *futures* nie podlegają wspomnianym powyżej ograniczeniom. Kontrakty *futures* traktowane jako zakup lub sprzedaż obietnicy są w znacznej mierze dozwolone, jednak handel nimi na rynku wtórnym nie jest dopuszczany przez większość szkół, poza malicką. Fahim Khan z kolei zauważa występowanie znacznego podobieństwa między współczesnymi transakcjami na rynku *futures* a wspomnianymi przez Proroka transakcjami *forward*. Uważa, że oba instrumenty spełniają wymienione przez Niego warunki w postaci wskazania rodzaju, ilości i wagi przedmiotu, jak też terminu realizacji transakcji⁵. Jeszcze inny sposób rozumowania, pozwalający ominąć omawiany zakaz, został przedstawiony w dalszej części artykułu.

Instrumenty pochodne, mimo że służą do zabezpieczenia i arbitrażu, głównie są jednak kojarzone ze spekulacją, inwestycjami o wysokim poziomie ryzyka lub nawet hazardem. Ich funkcjonowanie wydaje się sprzeczne z podstawowymi założeniami religii muzułmańskiej. Werset 2:219 oraz 5:90 Koranu potępiają brak pewności i hazard. Mowa jest także, że zagrożenia z nich wynikające przewyższają potencjalne korzyści. Na tej podstawie wysuwane są argumenty przeciw instrumentom pochodnym, które poprzez swój spekulacyjny charakter prowadzą do niewłaściwego obchodzenia się z własnościami innych, „pożerają” majątki innych. Wygłaszane są poglądy, że spekulacja w połączeniu z przystąpieniem do transakcji poprzez wniesienie depozytu zabezpieczającego, jako zwykle niedużej części wartości kontraktu, odpowiada za wzrost wolumenu transakcji i wywołane tym wahania kursów na rynku, bez wyraźnej przyczyny tkwiącej w zmianie podaży instrumentu bazowego⁶.

Warto w tym miejscu nadmienić, że *day trading*, często stosowany w transakcjach na omawianym rynku, jest bardzo podobny do hazardu i z tego powodu wiele szkół traktuje go jako niedozwolony. Zawiera w sobie zbyt dużo nieuzasadnionego ryzyka, podejmowanego bez większego związku z działalnością gospodarczą prowadzoną w sferze realnej⁷. Uważa się, że zysk osiągnięty na kilkugodzinnych ruchach ceno-

⁵ http://www.islamic-world.net/economics/derivative_instruments.htm

⁶ http://www.islamic-world.net/economics/role_of_the_stock_exchange.htm

⁷ <http://muslim-investor.com/mi/prohibited.phtml>

wych wynika raczej z przypadku. Żadne zmiany w zakresie instrumentu bazowego (przykładowo kondycja finansowa spółki) nie są bowiem w stanie wywołać w krótkim terminie znacznych wahań kursu, aby dać sposobność do zarobku day traders. Zmiany w sferze realnej tworzą raczej średnio- i długoterminowe trendy. Z poglądem tym można się częściowo zgodzić. Bardzo często bowiem wahania kursów następują w sytuacji, kiedy brak jest jakichkolwiek nowych informacji rzutujących na fundamentalną sytuację spółki. W takich przypadkach krótkoterminowe zmiany wyceny są raczej wynikiem nadmiernej spekulacji, a nie realnych procesów. Przedstawione operacje, podobnie jak osiągany z nich zysk, nie są więc akceptowane przez islam.

Zwolennicy upowszechniania obrotu islamskimi instrumentami pochodnymi wskazują na niewłaściwe pojmowanie pewnych procesów zachodzących w sferze finansów jak też na zbyt wąskie rozumienie pojęcia spekulacji. Spekulacji nie da się całkiem wyeliminować ani w gospodarkach zachodnich, ani w krajach muzułmańskich. Potwierdzają to takie techniki, jak *mudaraba* czy *musharaka*, w przypadku których rozważając przystąpienie do transakcji, należy brać pod uwagę istnienie dużego ryzyka poniesienia strat (Kamali 1999). Czasami trudno jest rozdzielić inwestycje od spekulacji i hazardu. Podejmowanie spekulacyjnego ryzyka w gospodarce, odnoszące się do inwestowania aktywów, umiejętności i pracy, nie jest podobne do hazardu. Spekulacja dotyczy ograniczania, przejmowania lub przerzucania ryzyka, które istnieje i przeszkadza w prowadzeniu działalności gospodarczej. Hazard, czyli nadmierna spekulacja, tworzy natomiast ryzyko.

Spekulacja sprowadzająca się do hazardu i polegająca na prognozowaniu przyszłych ruchów cenowych nie jest dozwolona w islamie. Inny rodzaj spekulacji, gdzie akcent położony jest na przejmowanie ryzyka od producenta jest pożądanym, gdyż ułatwia jego działalność gospodarczą (Khan 1997).

Spekulacja może być rozumiana jako racjonalne przewidywanie przyszłych trendów cenowych na podstawie wiedzy i doświadczenia. Wymaga więc mądrości i zdolności. Wiąże się ponadto z nakładem pracy. Do jej prowadzenia potrzebne są analizy danych finansowych oraz makro- i mikroocenienia. Znaczenie trafu, przypadkowości nie jest duże⁸.

W spekulacji na giełdzie strony transakcji są świadome, mają wiedzę na temat ceny, ilości, jakości i warunków dostawy instrumentów. Ponadto obiekt spekulacji może być dostarczony w odpowiednim czasie. W żadnym wypadku nie może być mowy o nieuczciwym czy niesprawiedliwym pozyskiwaniu dóbr należących do innych. Inwestorzy mają na celu

właściwe przewidzenie przyszłych ruchów cen. Ich celem nie jest natomiast pozyskanie dóbr innych lub ich niszczenie.

Krytycy wprowadzania na rynki muzułmańskie instrumentów pochodnych opartych na wzorcach stosowanych w krajach rozwiniętych zgłaszają także zastrzeżenia do dokonywania transakcji odwrotnych, pozwalających zamknąć pozycje przed dniem wygaśnięcia kontraktu. Uważa się, że transakcje te nie są zawierane w celu otrzymania instrumentu bazowego w przyszłości, a decydujące znaczenie ma możliwość spekulacji. W takich sytuacjach występują co najmniej dwa naruszenia prawa koranicznego. Po pierwsze, dochodzi do kolejnego przenoszenia praw własności do instrumentu, jeszcze przed objęciem tego instrumentu. Po drugie odrywa się transakcję od procesów zachodzących w realnej gospodarce i wiążących się z przemieszczaniem przedmiotów od nabywcy do zbywcy.

Szari'at nakazuje fizyczne istnienie przedmiotu wymiany i możliwości jego zbycia. „Nie sprzedawaj, co nie jest z tobą (twoje)” to ogólna zasada w handlu, która odnoszona jest również do derywatów (Kamali 1999). Stosowanie się do tej zasady miało chronić przed *gharar*, rozumianym jako zniszczenie lub utrata mienia lub jakakolwiek inna forma niedopełnienia postanowień kontraktu. Z tego względu w świecie islamu zabroniona jest krótka sprzedaż, która zbliżona jest do przyjęcia pozycji krótkiej w kontraktach. W obu przypadkach sprzedający nie musi dysponować instrumentami bazowymi w danej chwili ani być ich właścicielem, co przeczy zasadom prowadzenia handlu wynikającym z *szari'atu* (DeLorenzo 2002, s. 22).

Problemem dla zagranicznych inwestorów i samych muzułmanów są różne interpretacje omawianej zasady. Powyższy zapis może więc oznaczać, aby nie sprzedawać tego, czego nie jest się właścicielem. Zgodnie z drugim poglądem zasada odnosi się wyłącznie do pewnych produktów, które trudno znaleźć na rynku i które niełatwo zastąpić. Nie są więc uwzględniane dobra łatwo dostępne, powszechne. Wynika z tego, że zasada nie obejmuje derywatów, gdyż odnoszą się one zwykle do przedmiotów, instrumentów łatwo dostępnych i wystandaryzowanych. Trzecie podejście koncentruje się na możliwości dostarczenia produktu przez sprzedającego. Nie jest zatem ważna własność czy posiadanie rzeczy w momencie zawierania transakcji, ale kontrola możliwości jej dostawy na rynek w odpowiednim czasie i umówionej ilości.

Inny *hadis* mówi, że ten, kto kupuje żywność nie powinien odsprzedawać jej, aż do czasu, kiedy sam ją otrzyma, lub w innej wersji (...) przed zważeniem i zmierzeniem. Niektórzy odnoszą ten *hadis* tylko do żywności, więc ich zdaniem zawieranie transakcji na późniejszą dostawę np. ropy naftowej czy bawełny jest możliwe⁹.

⁸ http://www.islamic-world.net/economics/speculation_and_gambling.htm

⁹ <http://www.kantakji.org/fiqh/Files/Markets/Fiqhi%20Issues%20in%20Commodity%20Futures%20by%20Mohammad%20Hashim%20Kamali.doc>

Słowa Proroka należy rozumieć w kontekście czasów i miejsca, w jakich żył. W siódmym i ósmym wieku w Medynie rynek nie był wystarczająco rozwinięty. Ryzyko niedopełnienia zobowiązania wynikało z faktu, że nie zawsze i nie wszystkie produkty były dostępne¹⁰. Wydaje się więc, że nie można dosłownie traktować przytoczonej wypowiedzi i dopatrywać się występowania *gharar* w kontraktach terminowych. Zwolennicy upowszechniania kontraktów *futures* twierdzą, że we współczesnym świecie taka groźba nie występuje. Izby rozliczeniowe zapobiegają nieprawidłowościom w kontraktach, które mogą dotyczyć ilości, jakości, wagi czy sposobu rozliczenia transakcji. Monitorują wnoszenie przez kontrahentów depozytów, codziennie rozliczają transakcje na zasadzie *marking to market*. Z kolei giełdy w standardach kontraktów jasno określają warunki obrotu, więc nie może być mowy o oszukaniu kogoś lub niedotrzymaniu warunków umowy.

Zgodnie z tym tokiem myślenia, transakcje *futures* pomimo literalnego zakazu mogą być realizowane. Kwestią jest ustalenie intencji towarzyszącej tworzeniu prawa. Można przyjąć, że Prorok sprzeciwił się kontraktom *futures* nie ze względu na ich istotę, a z powodu braku możliwości zapewnienia ochrony interesu stronom transakcji. Obecnie obawy związane z realizacją transakcji, w których płatność i dostawa będą miały miejsce w przyszłości, z racji rozwoju technologicznego i standaryzacji niemal nie występują. Można przyjąć, że usunięta została podstawa do stosowania zakazu.

Zdaniem autora, niesłusznie zakłada się, że ten, kto nie dostarcza instrumentu bazowego, nie dotrzymuje pozycji do końca trwania kontraktu i kieruje się spekulacją. Błędem jest też twierdzenie, że wprowadzenie rozliczeń pieniężnych, a nie poprzez dostarczenie towaru wzmogło zabronioną spekulację i ma jedynie wydźwięk negatywny. Zapomina się, że nowoczesne sposoby rozliczenia transakcji mają na względzie przede wszystkim wygodę. Zmniejszają się również koszty transakcyjne. W pewnym stopniu ograniczono także próby *cornering market* – wykupywania towarów w celu spowodowania wyższej ceny, która uniemożliwi spekulowanie na niższą, aby kupić towary przed terminem rozliczenia. Utrzymywanie pozycji w kontraktach tylko przez pewien czas także nie musi automatycznie oznaczać spekulacji. Czas do wygaśnięcia kontraktu nie zawsze bowiem pokrywa się z okresem, w którym chciano zastosować *hedging*.

Krytyka *futures* dotyczy również tego, że w wyniku ciągu transakcji domykających pozycje ostateczna cena odnosząca się do zabezpieczenia jest wysoka. Speculanci mogą więc pośrednio lub bezpośrednio utrudniać podejmowanie decyzji o zabezpieczeniu

otwartych pozycji przez podmioty prowadzące działalność gospodarczą w sektorze realnym. W krytyce pominięto jednak to, że kolejne zawierane transakcje niekoniecznie muszą oznaczać zysk dla spekulanta. Wzrosty przeplatają się bowiem ze spadkami. Z kolei cena, po której zawierane są transakcje zarówno spekulacyjne, jak i hedgingowe, nie prowadzi do wyzysku innych, gdyż jest wynikiem gry podaży i popytu zgłaszanych przez wielu uczestników rynku, a więc z zasady jest uczciwa.

Krytykowani często spekulanci są potrzebni na rynku, gdyż tworzą płynność i dzięki temu dają sposobność zawarcia transakcji podmiotom szukającym zabezpieczenia w postaci instrumentów pochodnych. Nie jest więc ważne to, że wolumen obrotu w tradycyjnych kontraktach jest wysoki i czasami przewyższa ilość instrumentu bazowego. Wolumen tworzą częściowo transakcje podmiotów zabezpieczających się, a ich działania trudno uznać za przejaw nadmiernej spekulacji (Bacha 1999).

Uczeni muzułmańscy wskazują na wiele wad *futures*, porównując je ze znanymi sobie i akceptowanymi przez *szari'at* kontraktami *forward*. Na współczesnym rynku *futures* nastąpiło rozdzielenie handlu prawami i faktycznej wymiany towarów. Rynek *futures* w odróżnieniu od *forward* przestał być częścią rynku towarowego. Wprawdzie mogą z niego skorzystać również i te podmioty, które zabezpieczały się na rynku *forward*, jednak kontakt z zawodowymi spekulantami może ich doprowadzić do katastrofy finansowej. Przyczyną problemów może być zmiana różnicy między ceną *spot* a ceną na rynku *futures* w trakcie trwania kontraktu, okresowo powodująca obowiązek uzupełnienia depozytu.

Analizując współczesny rynek *futures*, należy wskazać na jeszcze jedną jego właściwość, do której krytycy rzadko się odnoszą. Rynek *futures* daje sposobność poznania oczekiwań jego uczestników dotyczących cen w przyszłości (Kamali 1999). Wiedza taka pozwala lepiej planować i dostosować wielkość produkcji i cenę do oczekiwań rynku. Może to zmniejszyć ryzyko strat wynikających z nadmiernej produkcji lub oczekiwania wyższej ceny w przyszłości. Pozwala także lepiej wykorzystywać dostępne zasoby, poprzez kierowanie ich na rynki gdzie, występuje niedostatek podaży, a ceny utrzymują się na wysokim poziomie. Te niewątpliwie korzyści wynikające ze stosowania kontraktów *futures* powinny przemawiać za jak najszybszym upowszechnianiem instrumentów pochodnych w krajach muzułmańskich.

Tradycyjne islamskie instrumenty jako odpowiedniki kontraktów terminowych

Rezolucja nr 63/1/7 Islamic Fiqh Academy zaleca oparcie islamskiego rynku pieniężnego i towarów na

¹⁰ Zob. przypis 9.

kontraktach zgodnych z *szarti'atem* (Islamic Development Bank 2000a, s. 131). Wymieniono w tym miejscu: *bay as-salam* (sprzedaż z płatnością z góry), *as sarf* (wymianę), *wa'd bill bay* (zgodę na sprzedaż w przyszłości), *istisna'* (zamówienie produkcyjne z płatnościami wnoszonymi sukcesywnie). W dalszej kolejności zostały pokrótce przedstawione *salam*, *istisna'* oraz *jo'ala*, będące w pewnej mierze odpowiednikami transakcji na współczesnym rynku *forward*.

Stosowanie wspomnianych transakcji miało na celu wsparcie produkcji i handlu. Instrumenty te pozwalają przenosić ryzyko, dzielić się nim, wspierają wymianę. Za ich pomocą finansowane są procesy gospodarcze. Jednocześnie warunki obrotu tymi instrumentami pozostawiają niewiele miejsca na spekulację i nadużycia, w których szkodę ponosi jedna ze stron transakcji lub podmioty trzecie (Khan 1997, s. 10).

Kontrakt *salam* początkowo był powiązany wyłącznie z rolnictwem. Miał zapewnić przetrwanie rolnikom oraz godziwe wynagrodzenie za plony. Jego konstrukcja zbliżona jest do funkcjonujących na Zachodzie kontraktów typu *to arrive*. Zasadnicza różnica sprowadza się do tego, że w znanych nam kontraktach płatność następuje dopiero na koniec kontraktu i nie dochodzi zwykle do przejęcia instrumentu bazowego, lecz jedynie pieniężnego rozliczenia różnic. W kontraktach *salam* zapłata następowała z góry, jeszcze przez podjęciem prac polowych przez rolnika. Pozyskane środki miały zapewnić zakup nasion oraz przetrwanie do zbioru plonów. Rozliczenie transakcji następowało poprzez fizyczne przekazanie plonów.

W rezolucji 85/2/9 dotyczącej kontraktu *salam* zapisano, że przyszły zakup musi nastąpić w sprecyzowanym w umowie terminie lub w przypadku zaistnienia określonych okoliczności. Dopuszcza się jednak kilkudniową zwłokę. W przypadku opóźnienia dostawy nie można nakładać kar. Sprzedaż upodabnia się wówczas do długu, a w takim wypadku pobieranie nadwyżki jest niedopuszczalne. Dług nie może także służyć jako środek finansujący kontrakt *salam*. Sprowadzałoby to transakcję do sprzedaży długu za dług (Islamic Development Bank 2000e, s. 185).

W realnych transakcjach, po zawarciu kontraktu *salam*, ceny towaru będące przedmiotem dostawy podlegają wahaniom. W przypadku wzrostów mogłoby to spowodować próbę niewypełnienia zobowiązania przez dostawcę. W celu zminimalizowania wystąpienia takiej sytuacji strony mogą określić dopuszczalny poziom wahań ceny rynkowej w momencie dostawy. Przekroczenie ustalonej wielkości może skutkować koniecznością wniesienia dodatkowej płatności przez odbiorcę (Khan, Ahmed 2001, s. 128).

W rezolucji nr 107/1/12 potwierdzono dopuszczalność stosowania kontraktów *salam* oraz *istisna'*. Omawiana rezolucja, będąca obowiązującą wykładnią prawa, usankcjonowała szersze wykorzystanie

kontraktu *salam*. Wymagane jest wniesienie całkowitej kwoty pieniężnej w momencie zawarcia transakcji dotyczącej dostawy w przyszłości dobra, które nie wymaga wytworzenia lub które jest bardzo precyzyjnie określone. W tym ostatnim przypadku nie jest możliwe wniesienie płatności w częściach, gdyż doprowadziłoby to do powstania wzajemnych, wiążących zobowiązań. Byłoby to więc działanie bardzo podobne do zakazanego handlu długiem (Islamic Development Bank 2000f, s. 247). Dopuszcza się jednak tego typu transakcje, gdy obietnice wymienione między stronami nie są wiążące przynajmniej dla jednej ze stron. Rezolucja zabrania, aby przedmiot nabywany poprzez kontrakt *salam* został sprzedany, zanim zostanie ostatecznie otrzymany przez pierwotnego nabywcę. Znacznie ogranicza to obrót wtórny, który w zasadzie tworzy rynek derywatów (Islamic Development Bank 2000d, s. 159).

W kontrakcie *istisna'* przedmiotem transakcji jest produkcja. Możliwe jest wnoszenie opóźnionej płatności lub dokonywanie płatności ratami, wraz z postępowaniem robót (Islamic Development Bank 2000b, s. 144). Kontrakt zawierany jest bezpośrednio z producentem lub z podmiotem z nim współpracującym, pod warunkiem wcześniejszego zawarcia przez ten podmiot umowy z wykonawcą. W rzeczywistości może to wyglądać tak, że finansujący transakcję bank pozyskuje środki na rynku, emitując udziały. Środki te następnie wpłaca wykonawcy. Po zakończeniu przykładowo budowy apartamentowca następuje sprzedaż budynku a środki dzielone są między posiadaczy udziałów. Wrażliwą kwestią w tych kontraktach jest jakość wykonania. Dopuszcza się więc między innymi z tego względu stosowanie kar umownych (Khan, Ahmed 2001, s. 128).

Kontrakt *jo'ala* dotyczy świadczenia w przyszłości usługi. Może być wykorzystany w przedsięwzięciach innowacyjnych, których ostateczny wynik jest nieznany w momencie zawierania transakcji. Ze względu na brak określenia wielu istotnych cech *jo'ala* często nie jest traktowany jako typ kontraktu. Czasami przedstawiany jest jako forma *istisna'* (Khan 1997, s. 44). Płatność pojawia się po osiągnięciu celu, zrealizowaniu usługi (płatność zależna np. od liczby wizyt pacjentów na dyżurze lekarza, nie zaś jak w przypadku *ijara* (leasingu) od czasu dyżuru).

Każdy z tych kontraktów ma chronić jego posiadacza przed niekorzystnymi zmianami na rynku. Z tego względu odpowiadają one współczesnym derywatom. W kontrakcie *salam* to cena nabycia może podlegać zmianie. W przypadku *istisna'* problemem jest podaż, która musi być zapewniona i gwarantowana w przyszłości. W *jo'ala* nieznany jest efekt końcowy, a więc nie wiadomo, czy i w jakim stopniu zwrócą się poniesione nakłady.

Wadą z punktu widzenia nowoczesnych *futures* jest mała możliwość zmian cen w krótkim okresie

w omawianych instrumentach. Inny czynnik zmniejszających ich atrakcyjność w porównaniu z tradycyjnymi kontraktami to brak możliwości wychodzenia z kontraktu przed upływem terminu jego realizacji. Nabywca kontraktu, który wpłacił na początku całą wartość, może poprawić swoją płynność poprzez przyjęcie pozycji odwrotnej, wystawienie kontraktu, z tą samą datą realizacji. W ten sposób ma jednocześnie dwie pozycje: długą i krótką, na ten sam towar z tą samą datą realizacji.

Regulacje dotyczące opcji

Drugim ważnym instrumentem pochodnym jest opcja. Wiele regulacji dotyczących *futures* ma zastosowanie również w tym przypadku. Wyjątkiem jest premia w opcji, której w islamie poświęcono dużo uwagi. Zgodnie z *szari'atem* można komuś coś obiecać, ale ta obietnica nie może być przedmiotem handlu, a jej udzielenie nie może się wiązać z wniesieniem opłaty (Salehabadi, Aram 2002).

Rezolucja 63/1/7 Islamic Fiqh Academy głosi, że jeśli przedmiotem opcji nie są kwoty pieniężne, możliwość czerpania pożytków czy prawa finansowe, które mogą być odstępowane, to nie są one dopuszczane przez *szari'at*. Niedopuszczalny jest więc także handel nimi. W tej samej rezolucji zabrania się kupna i sprzedaży indeksu. Wskazuje się, że jest to czysta forma hazardu, a transakcje dotyczą czegoś, co nie istnieje, czegoś fikcyjnego.

Krytyka współczesnych opcji dotyczy faktu, że wystawca opcji ma mniejsze prawa niż nabywca, podlega więc naciskom, opresji i niesprawiedliwości. Zagrożeniem jest również wykorzystywanie tych instrumentów do wyszukiwania różnic, zmian cenowych, co ma niewiele wspólnego z redukcją ryzyka (Bacha 1999).

Zwolennicy głębszych zmian na rynku odpierają ataki, argumentując, że cena opcji zmienia się nie pod wpływem przypadku, ale w znacznym stopniu na skutek rzeczywistych zmian wyceny oraz oczekiwań odnośnie do ceny instrumentu bazowego w przyszłości. Ruchów cenowych nie można więc nazywać czysto przypadkowymi, a osiągniętych zysków niesprawiedliwymi lub niezarobionymi.

Podobnie jak w kontraktach *futures* depozyt pobierany przez izbę rozliczeniową od wystawcy ma na celu ochronę przed oszustwem lub niedopełnieniem zobowiązania i skutecznie eliminuje *gharar*. Nie można mówić także o niszczeniu własności innych podmiotów. Wystawca opcji podejmuje decyzję samodzielnie i bierze za nią odpowiedzialność. Z kolei maksymalna strata nabywcy jest ograniczona wysokością premii.

Klasyyczna literatura dotycząca *fiqh*¹¹ wyróżnia kilka typów opcji. Towarzyszą one zasadniczej transakcji. Nie ma jednak odniesienia do opcji jako samodzielnego instrumentu finansowego. Rozumienie opcji w kategorii *al-khiyar* oznacza przyznanie jednej lub dwóm stronom specyficznego prawa do potwierdzenia kontraktu albo rezygnacji z niego. Szczególny nacisk kładzie się na przedmiot transakcji oraz właściwe dopełnienie oczekiwań strony kontraktu (Obaidullah 2002).

Typem *al-khiyar* najbardziej zbliżonym do konwencjonalnej opcji jest opcja jako żądanie, postanowienie w umowie (*khiyar al-shart*). W transakcjach warunkowych nabywca ma swobodę podjęcia decyzji wynikającą z dołączenia do kontraktu opcji *khiyar al-shart*. Stosowanie takiej formuły wiąże się ze słowami Proroka na temat ochrony przed oszustwem w transakcjach. Nie ma zgody co do tego, czy czas na rozważenie argumentów za zawarciem ostatecznej transakcji lub przeciw temu należy ograniczać do trzech dni czy pozostawić w tym względzie dużą dowolność, wynikającą ze swobody kształtowania warunków umów. Sprzedawca, jako strona będąca w gorszej sytuacji, otrzymuje kompensatę (*daman*), będącą odpowiednikiem premii w konwencjonalnej opcji. Rezultat wydaje się więc zbliżony do mechanizmu funkcjonowania tradycyjnej opcji. Występują jednak pewne różnice. W tradycyjnej opcji część kompensująca jest oddzielona od zasadniczej płatności. Tutaj natomiast stanowi część płatnej ostatecznie ceny. Ponadto aby zachować kompensatę sprzedawca musi wykazać zaniedbania kupującego lub działanie niezgodne z prawem. Jak wspomniano, wprowadzicie dopuszcza się wymianę obietnic, ale zgodnie z twierdzeniem większości szkół obietnica nie może być przedmiotem obrotu i zmieniać swojej wartości.

Innym instrumentem wykorzystywanym w zarządzaniu ryzykiem jest płatność z dołu, czyli *arbbun*. Ten typ instrumentu akceptowany jest przez jedną z czterech szkół – Hanabali, obecną w Arabii Saudyjskiej. Jesienią 2003 r. Saudi Economic and Development Company powołało pierwszy fundusz *hedgingowy* bazujący właśnie na tej technice (Gassner 2004).

Arbbun może być podstawą do rozwoju w przyszłości opcji zgodnych z *szari'atem*¹². Jest to sposób finansowania, gdzie nabywca początkowo wpłaca część kwoty należnej za przedmiot dostawy. Zyskuje tym samym możliwość nabycia go w przyszłości¹³. W przypadku odstąpienia od transakcji przez kupującego depozyt wpłacony przez niego sprzedawcy nie

¹¹ Prawo regulujące stosunki gospodarcze.

¹² Derivatives and Islamic Finance, http://www.sbp.org.pk/departments/ibd/derivatives_islamic.pdf

¹³ <http://www.nortonrose.com>

jest zwracany, natomiast kiedy dojdzie do zawarcia transakcji, cena płacona zbywcy uwzględnia już wcześniej wniesioną kwotę. Rezolucja nakazuje określenie ram czasowych obowiązywania kontraktu, jak też uwzględnienie w cenie nabycia kwoty wpłaconej w momencie zawarcia transakcji (Islamic Development Bank 2000c, s. 156).

Wpłata depozytu ma uzasadnienie. W przypadku odstąpienia od transakcji przez kupującego ma zabezpieczyć sprzedającego przed brakiem możliwości sprzedaży dobra lub problemami ze sprzedażą go po odpowiedniej cenie¹⁴. Ustawodawstwo wielu krajów (Egiptu, Kuwejtu, Jordanii) daje prawo unieważnienia opcji przez dwie strony w uzgodnionym czasie.

Arbbun jest zbliżony do opcji kupna, jednak stosując zasadę analogii oraz uwzględniając zasadę swobody formułowania warunków kontraktów, można przyznać prawo do odstąpienia od transakcji również sprzedawcy. Na podstawie tej konstrukcji może więc funkcjonować opcja sprzedaży. Obowiązkiem sprzedawcy w przypadku odstąpienia od realizacji transakcji jest wypłacenie nabywcy podwójnej kwoty *arbbun*.

Wykorzystując koncepcję *arbbun*, stworzono strukturyzowane produkty nazywane *principal protected funds* (PPFs). Pozyskanie dzięki emisji środki są niemal w całości inwestowane w charakteryzujące się niskim ryzykiem i stosunkowo płynne kontrakty *murabaha*. Pozostała część, rzędu kilku procent, inwestowana jest właśnie w *arbbun*. Transakcja ta daje np. prawo do zakupu w przyszłości akcji po ustalonej cenie. W przypadku wzrostu ich wartości rynkowej pieniądze odzyskane ze sprzedaży *murabaha* są przeznaczane na zakup akcji. Jeśli zaś cena akcji nie zmieni się na tyle, aby dać satysfakcjonujący zwrot, kwota *arbbun* przepada. Wartość nominalna inwestycji otrzymywana jest wtedy poprzez wyjście z inwestycji w *murabaha* (Khan, Ahmed 2001, s. 146).

W coraz większej grupie islamskich kontraktów odpowiadających instrumentom pochodnym wyróżnia się wprowadzony pod koniec lat 90. w Pakistanie kontrakt *istijrar*. Jest kombinacją opcji, która pozwala na zakup i sprzedaż dobra w określonym przedziale czasu, po cenie zawartej między wyznaczonym górnym i dolnym ograniczeniem. Innymi elementami kontraktu są: średnia cena w danym okresie oraz *murabaha* (*cost plus financing*), czyli instrument zapewniający swego rodzaju nadwyżkę wymaganą przez bank (jest to odpowiednik procentu).

Funkcjonowanie omawianego instrumentu wygląda następująco. Bank nabywa przedmiot na prośbę klienta, finansując tym samym transakcję. Cena, jaką zapłaci w umówionym czasie klient na rzecz banku będzie zależała od zmian cenowych w okresie do wy-

gaśnięcia kontraktu. Ostateczna cena będzie wynosiła $P^* = P(1 + r)$, gdzie r jest stopą wymaganą przy *murabaha*, lub będzie równa średniej cenie z danego okresu. Wszystko zależy od tego, jaki będzie rzeczywisty ruch ceny w danym okresie oraz która ze stron wybierze sposób ustalenia ceny transakcji. Wybór musi być dokonany przed dniem wygaśnięcia kontraktu. Jak wynika z ogólnych warunków muszą też być określone maksymalna i minimalna cena towaru. Cena rozliczenia będzie równa średniej, jeśli cena w okresie trwania kontraktu nie przekroczy wyznaczonych granic, natomiast w przypadku gdy cena rynkowa przekroczy ustalony poziom, cena rozliczenia ustalana jest jako P^* .

Z punktu widzenia *szari'atu* taka konstrukcja ma dwie zalety. Po pierwsze pozwala uniknąć stałego, pewnego zysku przy określonym poziomie ryzyka, a tym samym oskarżenia o *riba*. Po drugie przedział cenowy wyznacza granicę maksymalnej straty lub zysku, a więc ogranicza *gharar*.

Rynek giełdowych instrumentów pochodnych w wybranych krajach muzułmańskich

Jedną z przeszkód powstania efektywnego islamskiego rynku jest brak zgodnych z *szari'atem* instrumentów pochodnych. Nie występują konwencjonalne *swapy* na stopę procentową ani na waluty (Roy 2006, s. 106). Brak jest derywatów na indeksy giełdowe. Instrumenty te nie mogą być sprzedawane na islamskich rynkach finansowych i zapewne nigdy nie będą. Z założenia więc rynki te będą mniej różnorodne. Nic jednak nie stoi na przeszkodzie, aby w ramach wyznaczonych przez *szari'at* rozwijać własne konstrukcje odpowiadające konwencjonalnym kontraktom lub wprowadzać te z nich, których obrót nie będzie zakazany. Działaniem wpisującym się w ten nurt jest pojawienie się w ostatnim okresie w Malezji *Islamic profit rate swap*, *cross-currency swap* czy *Islamic forward rate agreement*. Upowszechnieniu wykorzystywania tych instrumentów z pewnością jednak nie będzie sprzyjał brak szerokiego dostępu do opisu konstrukcji tych transakcji (Aziz 2006b). Nie można się temu dziwić, gdyż opracowanie struktury transakcji *Islamic profit rate swap* zabrało specjalistom z CIMB ponad cztery lata (Sukri, Hussin 2006). Podobny był wkład pracy finansistów ze Standard Chartered Bank Malaysia Berhad oraz Bank Muamalat Malaysia Berhad, którzy w połowie 2006 r. przeprowadzili pierwszą transakcję typu *Islamic cross-currency swap*. Struktura tej transakcji opiera się na *murabaha* na towarach (Standard Chartered 2006).

Rozwój rynku instrumentów pochodnych w krajach muzułmańskich jest hamowany przez brak jednolitych interpretacji prawnych. Zostały jednak pod-

¹⁴ *Arbbun: Risk Management and Option*, http://www.islamic-world.net/economics/arbbun_01.htm

jęte pewne działania w tym kierunku. Rezolucje Islamic Fiqh Academy w Jeddah stanowią punkt odniesienia przy konstrukcji instrumentów finansowych i obrocie nimi. Innym działaniem jest współpraca wykraczająca poza obszar krajów muzułmańskich. W ostatnim okresie International Swaps and Derivatives Association (ISDA) oraz International Islamic Financial Market (IIFM) podpisały memorandum będące podstawą do stworzenia wzorca umowy prywatnie negocjowanej zgodnej z szari'atem transakcji derywatami. Konstrukcje te będą wykorzystywane w krajach należących do Gulf Cooperative Council oraz w innych krajach muzułmańskich zainteresowanych tą problematyką¹⁵.

Rynki instrumentów pochodnych poszczególnych krajów muzułmańskich wykazują różny stopień rozwoju. W zakresie dostępności i różnorodności obracanych instrumentów prym wiodzie Malezja. Nowatorstwo stosowanych rozwiązań czasami powoduje jednak brak akceptacji dla wybranych instrumentów finansowych przez szkoły i komitety *szari'atu* działające poza tym krajem. Poniżej przedstawiono wybrane informacje dotyczące sytuacji na rynku derywatów w kilku krajach muzułmańskich.

Analiza danych zamieszczonych na stronach internetowych giełd pozwoliła ustalić, że w Zjednoczonych Emiratach Arabskich, Omanie, Jordanii, Bahrajnie, Katarze, Palestynie i Arabii Saudyjskiej nie ma obrotu derywatami. Rynek giełdowy koncentruje się zwykle na akcjach, obligacjach (konwencjonalnych lub *sukuk*) oraz funduszach inwestycyjnych¹⁶. Stwierdzono jednocześnie, że instrumenty pochodne w obrocie giełdowym są stosowane w Malezji, Pakistanie i Kuwejcie.

Giełda w Malezji (Berhad) jest największym rynkiem spośród krajów muzułmańskich, gdzie są sprzedawane islamskie instrumenty finansowe. Rynek instrumentów odpowiadających wymogom *szari'atu* funkcjonuje tutaj równolegle z rynkiem konwencjonalnym¹⁷.

Częścią giełdy malezyjskiej jest Bursa Malaysia Derivatives (powstała w 2001 r. z połączenia Kuala Lumpur Options and Financial Futures Exchange i Commodity and Monetary Exchange of Malaysia), gdzie dokonuje się obrotu instrumentami pochodnymi (Kamali 1999).

Giełdowy rynek instrumentów pochodnych w Malezji sięga początku lat 80. Pomocni przy jego tworzeniu byli Amerykanie, którzy przysyłali tu swoich ekspertów. W ofercie dostępnych jest obecnie dziegięć różnych instrumentów, w tym: kontrakty i opcje

na główny indeks KLCI, *futures* na międzybankową stopę procentową, na obligacje rządowe, olej palmowy oraz akcje spółek – Single Stock Futures (SSFs).

Do czasu wprowadzenia w 1980 r. przez Kuala Lumpur Commodity Exchange kontraktów na olej palmowy (Malezja jest jego czołowym producentem na świecie) transakcje na ten produkt były zawierane poza granicami kraju, na rynku londyńskim¹⁸. Podobna sytuacja występuje dziś na rynku paliw, gdzie kraje arabskie mają ograniczone możliwości handlu derywatami z powodu ich braku na rodzimych rynkach. Stworzenie odpowiednich rynków i instrumentów, tak jak uczyniono to w Malezji, zapobiegłoby odpływowi kapitału zagranicę. Nie jest to nadzwyczaj trudne, zważywszy, że islam wspiera transakcje handlu towarami¹⁹.

Największym zainteresowaniem inwestorów cieszą się właśnie kontrakty na olej palmowy – około 50% udziału w wolumenie obrotów. Znaczną pozycję w obrotach mają również instrumenty na indeks KLCI – około 40% (Bursa Malaysia 2006).

Rozwój rynku derywatów w Malezji ciągle trwa i przebiega w wielu kierunkach. Na pierwszym etapie, w celu ułatwienia przeprowadzania inwestycji zgodnych z *szari'atem*, określono tzw. dozwolone kraje, a poprzez to instrumenty, w które można inwestować. Kolejny problem, jakim jest ochrona przed wykorzystaniem transakcji do celów spekulacyjnych został rozwiązany w ten sposób, że nadzorca rynkowy sporządza listy podmiotów uprawnionych do zawierania transakcji. Następnym krokiem było wprowadzenie w 1996 r. Market Surveillance System, służącego do obserwacji zachowań uczestników rynku, w celu przeciwdziałaniu manipulacjom cenowym. W szczegółowym przypadku – SSFs, w specyfikacji warunków obrotu pozycje spekulacyjne ograniczono do 1 350 lub 2 300 kontraktów w zależności od tego, czy średni dzienny wolumen obrotu akcjami bazowymi spółek przekroczy 20 milionów w ciągu ostatnich sześciu miesięcy.

Zmiany, które zaszły w ostatnim czasie, pozwalają z optymizmem patrzeć w przyszłość. Znacznie zliberalizowano podejście do transakcji na rynku instrumentów pochodnych. Wprowadzony w połowie 2005 r. The Future Industry Order 2005 zezwolił brokerom oraz zarządzającym funduszami na przeprowadzanie transakcji instrumentami pochodnymi notowanymi na 34 giełdach w 21 krajach²⁰. Z kolei od kwietnia 2006 r. są sprzedawane wspomniane wcześniej kontrakty *futures* dla poszczególnych akcji. Zgoda Komisji Papierów Wartościowych w Malezji i działającej przy niej Shariah Advisory Council²¹ na wprowadze-

¹⁵ ISDA and IIFM agree to develop documentation for Shari'ah compliant derivatives, <http://www.iifm.net>

¹⁶ <http://www.world-exchanges.org> oraz strony internetowe wybranych giełd na dzień 8.12.2006

¹⁷ <http://www.klse.com.my>

¹⁸ <http://www.mdex.com.my>

¹⁹ <http://www.kantakji.org/fiqh/Files/Markets/Fiqhi%20Issues%20in%20Commodity%20Futures%20by%20Mohammad%20Hashim%20Kamali.doc>

²⁰ <http://www.sc.com.my>

²¹ Organ oceniający działalność instytucji i konstrukcję instrumentów finansowych pod kątem zgodności z wymogami prawa religijnego.

nie nowego instrumentu (SSFs) zwiększyła możliwość zarządzania ryzykiem; dodatkowo osiągnięto redukcję kosztów transakcyjnych. Pięć spośród dziesięciu kontraktów na akcje jest zgodnych z *szari'atem*. Oparto je bowiem na akcjach będących na liście przedsiębiorstw właściwie prowadzących interesy. Firmami tymi są: AirAsia, IOI Corporation, Maxis Communications, Scomi Group oraz Telekom Malaysia (Securities Commission 2006). Działanie to było realizacją planu rozwoju rynku kapitałowego w Malezji (Capital Market Masterplan) i stworzenia tam regionalnego centrum finansowego. Obrót wspomnianymi instrumentami nie jest na razie wysoki i stanowi niespełna 0,04% ogółu obrotów.

W Pakistanie działają trzy giełdy papierów wartościowych w Karachi, Lahore oraz Islamabadzie²². Na dwóch pierwszych notowane są kontrakty *futures*. Są to *futures* na akcje około 30 spółek. Wprowadzenie tych kontraktów było pierwszym etapem planu rozwoju giełdowych instrumentów pochodnych. Zgodnie z harmonogramem opracowanym przez grupę ekspertów działających przy Komisji w czerwcu 2006 r. powinny być pojawić się *futures* na indeksy, a także opcje zakupu i sprzedaży na pojedyncze spółki. W następnych miesiącach miały być wprowadzone kolejne typy instrumentów (Securities and Exchange Commission of Pakistan 2006). Jednak dotychczas instrumenty te nie są jeszcze notowane.

Podobne jak w Malezji również w Pakistanie wprowadzono regulacje ograniczające spekulacje i manipulacje. Departament Market Control and Surveillance wyposażony w Automated Trading System wychwytytuje zbyt duże odchylenia kursów w stosunku do cen zamknięcia z poprzednich notowań. Ustalono dopuszczalne wahania na poziomie 7,5% lub 1,50 rupii, powyżej których transakcje są wstrzymywane²³.

Osiągnięcia giełdy w Kuwejcie przedstawiają się na tym tle skromnie. Notowane są tam opcje oraz kontrakty *forward* na akcje kilkunastu spółek²⁴.

Przyszłość rynku derywatów w krajach, gdzie dotychczas nie są sprzedawane, w znacznej mierze zależy od stanowiska szkół *szari'atu*. Nie bez znaczenia jest postawa inwestorów i samych giełd. Przykładowo

na giełdzie w Omanie (Muscat Securities Market), gdzie derywaty nie są jeszcze notowane, w dalszej lub bliższej perspektywie mogą wystąpić pewne zmiany. Przejawem tego jest ogłoszony przez giełdę wspólnie z Sultan Qaboos University konkurs dla studentów, gdzie jednym z tematów było przedstawienie studium możliwości notowania pochodnych w tym kraju²⁵.

Podsumowanie

Rynek instrumentów pochodnych w krajach muzułmańskich dopiero wchodzi w fazę rozwoju. W zasadzie występuje tylko w kilku krajach. Oferta derywatów jest mało zróżnicowana. Ta sytuacja w ciągu najbliższych kilku lat może się jednak zmienić. Tworzone są podstawy prawne i standardy umożliwiające powstawanie derywatów i obrót nimi. Zachodni i miejscowi finansiści pracują nad nowymi rozwiązaniami. W odróżnieniu od krajów zachodnich, gdzie główną kwestią jest opracowanie konstrukcji i warunków obrotu, w krajach muzułmańskich wiele wysiłku musi być włożone w wykazanie potrzeby stosowania tych instrumentów oraz zgodności zaproponowanych rozwiązań z *szari'atem*. Przedsiębiorcy i rządy muszą dostrzec korzyści ze stosowania instrumentów pochodnych. Ci natomiast, którzy już korzystają z konwencjonalnych rozwiązań, z pewnością zainteresują się islamskimi odpowiednikami, jeśli zostaną one opracowane.

Widoczna jest potrzeba szybkich działań promujących stosowanie instrumentów pochodnych, jak też upowszechniających wykorzystanie opracowanych konstrukcji. W ten sposób można wesprzeć rozwój rynku. Niebezpiecznym zjawiskiem dla islamskich derywatów i, szerzej, islamskich finansów jest ograniczanie dostępu do wybranych konstrukcji finansowych poprzez stosowanie patentów²⁶. Działania bankowców w zakresie ochrony własności intelektualnej w pewnej mierze są zrozumiałe. Opracowywanie nowych formuł instrumentów jest bowiem kosztowne i długotrwałe. Należy jednak mieć nadzieję, że dla dobra rynku tego typu zachowania nie będą często naśladowane.

²² <http://lahorestockexchange.com.pk>

²³ <http://www.kse.com.pk>

²⁴ <http://www.kuwaitse.com>

²⁵ <http://www.msm.gov.om>

²⁶ *Banki zastawiają pułapki*, <http://biznes.onet.pl>

Bibliografia

- Aziz Z.A. (2006a), – *Towards evolving Islamic finance as an integral component of the International Financial System*, “Governor’s Opening Speech at the 5th Annual Islamic Finance Summit”, London
<http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=9&pg=15&ac=196&print=1>
- Aziz Z.A. (2006b), *Recent developments in Islamic finance in Malaysia*, “BIS Review”, No. 74,
<http://www.bis.org/review/r060824a.pdf>
- Bacha O.I. (1999), *Derivative instruments and Islamic finance: Some thoughts for a reconsideration*, “International Journal of Islamic Financial Services”, Vol. 1, No. 1, <http://islamic-finance.net/journals/journal1/art2.pdf>
- Bursa Malaysia (2006), *ECSD Newsletter*, 3rd Quarter, http://www.bursamalaysia.com/website/bm/trading/ECSD/download/ecsd_3q06.pdf
- DeLorenzo Y.T. (2002), *The religious foundations of Islamic finance*, w: S. Archer, R.A.A. Karim (red.), *Islamic Finance. Innovation and Growth*, Euromoney Books, London.
- Gassner M.S. (2004), *Islamic Finance: Short in Gambling, Long in Trade*, “Swiss Derivatives Review”, No 25,
<http://www.islamicfinance.de/swissderivativesreviewissue25.pdf>
- Islamic Development Bank (2000a), *Resolution No. 63/1/7 Concerning Financial Markets, Resolutions and Recommendations of the Council of the Islamic Fiqh Academy 1985-2000*, Islamic Development Bank, Jeddah, <http://www.irtipms.org/OpenSave.asp?pub=73.pdf>
- Islamic Development Bank (2000b), *Resolution No. 65/3/7 On "Aqd Istisna'a" (Manufacture Contracts)*,
<http://www.irtipms.org/OpenSave.asp?pub=73.pdf>
- Islamic Development Bank (2000c), *Resolution No. 72/3/8 Concerning Down Payment Sale (Earnest Sale)*,
<http://www.irtipms.org/OpenSave.asp?pub=73.pdf>
- Islamic Development Bank (2000d), *Resolution No. 74/5/8 Concerning Shari'a Applications for the Establishment of the Islamic Markets*, <http://www.irtipms.org/OpenSave.asp?pub=73.pdf>
- Islamic Development Bank (2000e), *Resolution No. 85/2/9 Concerning 'As-Salam (Forward Sale with Immediate Payment) and Its Modern Applications*, <http://www.irtipms.org/OpenSave.asp?pub=73.pdf>
- Islamic Development Bank (2000f), *Resolution No. 107/1/12 On "Delivery and Tendering Contracts"*,
<http://www.irtipms.org/OpenSave.asp?pub=73.pdf>
- Jaumdally A.A.M. (2007), *On Speculation and Gambling*,
http://www.islamic-world.net/economics/speculation_and_gambling.htm.
- Kamali M.H. (1999), *The permissibility and potential of developing Islamic derivatives as financial instruments*, “IIUM Journal Of Economics And Management”, Vol. 7, No. 2,
http://www.financeinislam.com/article/1_35/28/53
- Khan M.F. (1997), *Islamic futures and their markets*, “Research Paper”, No. 32, Islamic Development Bank, Jeddah, <http://www.irtipms.org/OpenSave.asp?pub=33.pdf>
- Khan T., Ahmed H. (2001), *Risk Management. An Analysis of Issues in Islamic Financial Industry*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Jeddah,
<http://www.irtipms.org/PubDetE.asp?pub=91>
- Lane K. (2006), *Standardizing derivatives for Islam uniform platforms should boost growth in market segment*, “The Wall Street Journal Asia”, 16 listopada, <http://www.iifm.net/news071.php>
- Obaidullah M. (2002), *Islamic Risk Management: Towards Greater Ethics and Efficiency*, “International Journal of Islamic Financial Services” Vol. 3, No. 4, <http://islamic-finance.net/journals/journal12/obaidvol3no4.pdf>
- Roy S. (2006), *A product without a market*, “Euromoney”, październik, s. 106.
- Salehabadi A., Aram M. (2002), *Islamic justification of derivative instruments*, “International Journal of Islamic Financial Services” Vol. 4, No. 3, <http://islamic-finance.net/Journals/Journal15/vol4no3art2.pdf>
- Securities and Exchange Commission of Pakistan (2006), *Feasibility of Introducing Exchange Traded Derivatives in Pakistan*, February, http://www.secp.gov.pk/Reports/FinalReport_TradedDerivatives.pdf
- Securities Commission (2006), *SC Shariah advisory council accepts single stock futures as Shariah-complaint instrument – increases range of Islamic instruments for investors*,
http://www.sc.com.my/eng/html/resources/press/pr_20060626.html
- Standard Chartered (2006), *Standard Chartered Executes First Ever Islamic Cross Currency Swap for Bank Muamalat Malaysia*, http://www.standardchartered.com/global/news/2006/grp_20060725.pdf
- Sukri M.H., Hussin M. (2006), *Developments of Islamic Swaps in Malaysia*, November,
<http://www.pbpress.com/controlPanel/download.php?id=72>